

De Code Tabaksblat en de beloning van CEO's in Nederland

Jordan Otten, Hans Schenk en Arjen Verwer

SAMENVATTING Onderzocht is of de invoering van de Code Tabaksblat van invloed is geweest op de hoogte van de beloning van de topbestuurder van Nederlandse ondernemingen en geleid heeft tot een sterker verband tussen beloning en ondernemingsprestatie. Gebruik is gemaakt van de beloningsgegevens van 179 topbestuurders van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen over een periode van tien jaar. Wij vinden vrijwel geen aanwijzingen voor de stelling dat de beloning van deze topbestuurders samenhangt met de (reële) prestaties van de door hen geleide onderneming. De invoering van de Code Tabaksblat heeft geen invloed gehad op het nagenoeg ontbreken van die samenhang. Evenmin heeft de Code invloed gehad op de hoogte en de groei van de bestuurdersbeloning.

RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK De beloning van topbestuurders is momenteel een van de meest besproken thema's in zowel binnenlandse als buitenlandse media. Eén van de vragen die daarbij centraal staat is of bestuurders hun beloning 'waard' zijn. Aan de hand van dit artikel wordt aannemelijk dat het inkomen van Nederlandse topbestuurders niet of nauwelijks bepaald wordt door de prestaties van de door hen geleide onderneming. Aangezien de Code Tabaksblat op deze relatie, ondanks de in brede kring gestelde verwachtingen, niet van invloed lijkt te zijn geweest, doet zich de vraag voor of beloningen door middel van corporate governance codes meer in lijn met maatschappelijke verwachtingen zijn te brengen.

1 Inleiding

De beloning van topbestuurders van ondernemingen is zowel in het binnen- als het buitenland een voortdurend terugkerend onderwerp van maatschappelijke discussie. Deze discussie is met name gericht op de als buitensporig hoog geziene beloning van de Chief Executive Officer (dat wil zeggen de voorzitter van de Raad van Bestuur in een two-tier systeem of de hoogste uitvoerende bestuurder in een one-tier systeem, in het vervolg van deze bijdrage aangeduid als CEO). De kritiek is het heftigst indien hoge c.q. stijgende inkomens gepaard gaan met gelijkblijvende c.q. teruglopende bedrijfsresultaten.

De discussie in Nederland heeft jarenlang hinder gehad van het feit dat er relatief weinig bekend was met betrekking tot de beloningen aan de top van onze ondernemingen. Sinds september 2002 is echter een aanpassing in de Wet Openbaarheid van Bestuur van kracht geworden die de transparantie van de CEO-beloning regelt. De Nederlandse Corporate Governance Code, oftewel de Code Tabaksblat, beoogt sinds 1 januari 2004, naast aanvullende eisen op het gebied van transparantie, richtlijnen te geven voor het bepalen van de hoogte en vorm van bestuurdersbeloningen. De code doet de aanbeveling de CEO-beloning mede afhankelijk te maken van de prestaties van de onderneming waaraan de CEO leiding geeft (Commissie Corporate Governance, 2003, hfdst. II.2).

In deze bijdrage onderzoeken wij of de introductie van de Code Tabaksblat van invloed is geweest op de hoogte en ontwikkeling van de CEO-beloning bij Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. Tevens besteden we aandacht aan de vraag of de introductie van de code van invloed is geweest op de sterkte van de relatie tussen de beloning van CEO's en de prestaties van de door hen geleide ondernemingen. Eerst wordt onderzocht of er überhaupt sprake is van het bestaan van een dergelijke relatie. Ter inleiding memoreren wij in paragraaf 2 nog kort enkele principiële hoofdpunten uit het debat alsmede de belangrijkste resultaten uit eerder onderzoek. In paragraaf 3 worden onze data en de gehanteerde onderzoeksmethode gepresenteerd, waarna in paragraaf 4 de resultaten van de data-analyse worden behandeld. Het artikel sluit af met conclusie en discussie.

2 Beloning als prikkel

Hoge CEO-beloningen zijn volgens sommigen het resultaat van beloningssystemen die zijn ontworpen om de CEO maximaal te prikkelen zijn (haar) kennis, kunde en energie in te zetten ten behoeve van de prestaties van de door hen geleide onderneming (Miller, 1995).¹ De stelling die hieraan ten grondslag ligt, is dat bestuurders, net als andere economische subjecten, in belangrijke mate gemotiveerd

worden door uitzicht op hogere financiële beloningen (zie voor een kritiek op deze stelling: Frey, 1997). Deze stelling maakt een onmisbaar onderdeel uit van de agency theory oftewel de principaal-agent theorie die poneert dat de belangen van de aandeelhouder en de CEO, ofschoon beiden gericht zijn op financieel gewin, fundamenteel met elkaar in tegenspraak zijn (zie o.a. Jensen en Meckling, 1976; Murphy, 1998; voor een kritiek op de agency theory, zie o.a. Donaldson, 1995). Het belang van aandeelhouders zou zijn gelegen in het maximaliseren van de waarde van de onderneming. De CEO zou vooral geïnteresseerd zijn in de maximalisering van zijn particulier inkomen, status en machtspositie, hetgeen vaak wordt aangeduid als rent seeking behaviour (zie o.a. Bebchuk en Fried, 2003). Aandeelhouders zouden bovendien meer risiconutraal zijn, omdat zij hun investeringen kunnen spreiden over meer ondernemingen terwijl bestuurders juist meer risico-avers zouden zijn, omdat hun inkomen afhangt van de onderneming waarbij zij werkzaam zijn (Gordon, 2005). Teneinde de belangen van bestuurders, meer in het bijzonder de CEO, te richten op behartiging van het aandeelhoudersbelang dienen bestuurdersbeloningen volgens de agency theory te worden gekoppeld aan de waarde respectievelijk waardeontwikkeling van de onderneming. Deze koppeling dient tot stand te worden gebracht in het arbeidscontract van de CEO (Jensen en Meckling, 1976). Problematisch is echter de omstandigheid dat de efficiëntie van dit contract in gevaar kan worden gebracht als CEO's invloed kunnen hebben op de modaliteiten ervan. Maar ook het feit dat aandeelhouders doorgaans over minder, of minder adequate informatie beschikken dan de CEO kan een negatief effect hebben op de effectiviteit en/of efficiëntie van de koppeling. CEO's zouden in hun eigen voordeel gebruik kunnen maken van deze informatieasymmetrie door inkomensinformatie af te schermen voor de aandeelhouders, of acties te ondernemen die wel in het voordeel van hun beloning zijn maar niet in het voordeel van de waarde van de onderneming (Bebchuk en Fried, 2003).

In vele landen zijn inmiddels, net als in Nederland, corporate governance codes ingevoerd met het doel de belangen van aandeelhouders meer tot hun recht te laten komen in de besluitvorming van bestuurders (Otten, 2007). Het effect van invoering van deze codes zou derhalve moeten zijn dat de relatie tussen de beloning van CEO's en de prestaties van de door hen geleide onderneming sterker wordt. Wanneer er voorafgaand aan de invoering van codes geen relatie bestond, zal deze na invoering zichtbaar moeten zijn.

Ondanks het feit dat de corporate governance codes vaak mede geïnspireerd zijn op de als buitensporig hoog ervaren beloningen aan de top van ondernemingen (zie o.a. Otten, 2007), behoeft meer transparantie echter niet te leiden tot beperkingen in de beloning van bestuurders. Ook het omgekeerde is mogelijk, vooral wanneer beloningen worden afgestemd op de beloningen van bestuurders van andere ondernemingen waarmee men zich wil vergelijken (Gomez-Mejia en Wiseman, 1997). Transparantie kan zo leiden tot een haasje-over-effect waardoor de CEO-beloningen steeds verder toenemen.

Beide stellingen worden in dit artikel onderzocht. Om te beginnen zijn we daarom geïnteresseerd in het al dan niet bestaan van een verband tussen de beloning van CEO's en de prestaties van de door hen geleide onderneming. Vervolgens kan getraceerd worden of:

- (a) de introductie van de Code Tabaksblad heeft geleid tot veranderingen in die relatie; en
- (b) of de introductie van de Code Tabaksblad heeft geleid tot een effect op de hoogte c.q. ontwikkeling van het inkomen van de CEO.²

Op grond van de literatuur is het niet zonder meer mogelijk om ex ante eenduidige uitspraken over deze twee vragen te doen. Tabel 1 laat zien dat de belangrijkste empirische bevindingen uit eerder onderzoek naar de relatie tussen beloning en prestatie uiteenlopen van een positief lineair

Tabel 1 Overzicht eerder onderzoek

Onderzoek	Data	Beloningselementen	Prestatievariabelen	Bevindingen
Jensen & Murphy (1990)	1049 ondernemingen, 1974-1986	Salaris, bonus & totale beloning	Jaarrendement aandeel (RET)	Positief lineair verband
Gregg, Machin & Szymanski (1993)	288 ondernemingen, 1983-1991	Salaris + bonus	Jaarrendement aandeel (RET)	Positief lineair verband tot geen verband na 1988
Miller (1995)	800 ondernemingen, 1982-1989	Salaris + bonus	ROE, jaarrendement aandeel (RET), omzet & winst	Non-lineair verband
Conyon (1997)	213 ondernemingen, 1988-1993	Salaris + bonus	Jaarrendement aandeel (RET)	Positief lineair verband
Hall & Liebman (1998)	478 ondernemingen, 1980-1994	Totale beloning	Jaarrendement aandeel (RET)	Positief lineair verband
Murphy (1998)	1000 ondernemingen, 1990-1996	Salaris + bonus	Jaarrendement aandeel (RET)	Positief lineair verband
Duffhues & Kabir (2003)	100 ondernemingen, 2001	Totale beloning	ROA, ROE, ROS, koers-winstverhouding, markt-boekratio, jaarrendement aandeel (RET)	Geen verband

verband (Conyon, 1997; Hall en Liebman, 1998; Jensen en Murphy, 1990; Murphy, 1998) tot een non-lineair verband (Miller, 1995) of geen enkel verband (Duffhues en Kabir, 2003). Tegenstrijdige resultaten worden ook gevonden in Tosi et al. (2000). In een meta-analyse van 137 publicaties over dit onderwerp vinden zij correlaties tussen prestaties en beloning die uiteen lopen van -0,003 tot 0,410. Zij concluderen dat de prestaties van de onderneming niet meer dan ongeveer 5 procent van de variantie van de CEO-beloning kunnen verklaren, terwijl de omvang van de onderneming meer dan 40 procent blijkt te verklaren. Het belang van prestaties bij de vaststelling van de CEO-beloning lijkt in zijn algemeenheid dus klein te zijn. Met betrekking tot de veranderingen in de hoogte van de beloning lijken de invloed van de grootte van de onderneming en die van ondernemingsprestaties elkaar niet veel te ontlopen. Respectievelijk 5 procent van de veranderingen in beloning wordt verklaard door veranderingen in de omvang van de onderneming, terwijl 4 procent wordt verklaard door veranderingen in de prestaties van de onderneming.

Duffhues en Kabir (2003) concluderen naar aanleiding van beloningsgegevens over het jaar 2001 dat er over het algemeen geen relatie is tussen de totale beloning van CEO's en de prestaties van de door hen geleide ondernemingen. Verschillende maatstaven blijken echter verschillende uitkomsten op te leveren. Boekhoudkundige maatstaven laten een negatief verband met de beloning van CEO's zien, maar marktprestatiemaatstaven juist een positief verband. Cornelisse, Duffhues en Kabir (2005) concluderen na een onderzoek van het effect van de beloningen in 2002 op de ondernemingsprestaties in 2003 eveneens dat er geen significante relatie lijkt te bestaan.

Er zijn verschillende redenen aan te voeren ter verklaring van de uiteenlopende resultaten. Tosi et al. (2000, p. 305) wijzen op 'verschillende methoden van dataverzameling, verschillende statistische methoden, verschillende steekproeven, verschillende controlevariabelen die meegenomen worden en verschillen in de manier waarop de belangen van CEO's worden geoperationaliseerd'. Vooral de invloed die de CEO op de gemeten variabelen heeft, is bepalend voor het beeld van de relatie tussen beloning en prestaties (Van Praag, 2005; Wiseman en Gomez-Mejia, 1998). Aan deze laatste bias valt nauwelijks te ontkomen, maar door verschillende maatstaven te hanteren voor de prestaties van de onderneming en door het schatten van verschillende modellen met deze verschillende maatstaven kan er meer zicht verkregen worden in mogelijke relaties.

3 Data en methode

Ons onderzoek is uitgevoerd op basis van een steekproef van de grootste beursgenoteerde ondernemingen die gedurende de onderzoeksperiode (1996-2005) genoteerd waren aan de Amsterdamse beurs en waarvoor op zijn minst twee

opeenvolgende jaren beloningsdata voor dezelfde bestuursvoorzitters beschikbaar zijn. Er zijn diverse bronnen gecombineerd om de dataset zo compleet mogelijk te krijgen. Voor de beloningsgegevens die betrekking hebben op de jaren die voorafgaan aan 2002 zijn data van de Hay Groep gebruikt. Overige beloningsdata zijn verkregen via de website van de Vereniging van Effectenbezitters. In overeenstemming met de focus in de literatuur (Otten, 2007) en de publieke aandacht voor bestuursvoorzitters is alleen de beloning van CEO's in ogenschouw genomen. Daarbij mag aangenomen worden, dat een eventueel verband tussen beloning en prestatie het meest herkenbaar is bij de voorzitter, aangezien deze als boegbeeld van de onderneming het meest zal (kunnen) worden aangesproken op de algehele prestaties van de onderneming. Alle gegevens over de prestaties van ondernemingen komen uit Thomson Datastream. Zowel marktprestatiemaatstaven als boekhoudkundige maatstaven zijn direct uit deze database overgenomen of zijn op grond van deze database aangemaakt. In totaal bestaat de dataset uit 133 ondernemingen met 179 CEO's, en beloningsdata over de jaren 1996-2005.

Eén van de redenen waarom de uitkomsten van eerder onderzoek zo uiteen lopen is dat er gebruik wordt gemaakt van verschillende belonings- en/of prestatiedefinities. Om dit te ondervangen zijn in het huidige onderzoek drie verschillende beloningsvariabelen en vier verschillende prestatievariabelen opgenomen. De opgenomen beloningsvariabelen zijn:

1. Totale beloning (TB): salaris, bonus, opties³, aandelen en overige beloning⁴
2. Totale cash beloning (TC): salaris, bonus
3. Totale langetermijnincentives (LTI): opties, aandelen

Tabel 2 geeft een overzicht van de beschrijvende statistieken van de beloningsvariabelen. Uit de scheefheidsindicator blijkt dat de verdeling rechts-asymmetrisch is, hetgeen impliceert dat er een klein aantal CEO's is dat beduidend meer verdient dan de andere. Tevens is de kurtosis niet gelijk aan 0, hetgeen suggereert dat de verdeling van de beloning meer gepiekt is dan een normale verdeling. Er is dus sprake van een grote groep CEO's die ieder een ongeveer gelijke beloning ontvangt. Deze groep CEO's ligt rond de mediaan en ontvangt per jaar ongeveer € 580.000 aan totale beloning.

De vier verschillende prestatievariabelen, waaronder twee marktprestatievariabelen en twee boekhoudkundige variabelen, zijn:

1. Marktwaaarde (MV): aandelenprijs x aantal uitstaande aandelen
2. Operating profit margin (OPM): (bedrijfsresultaat / netto-omzet) x 100

Tabel 2 Beschrijvende statistieken beloningsvariabelen (in euro's, 1996-2005) *

	TC	LTI	TB
Gemiddelde	665.700	276.817	1.072.081
Mediaan	481.377	0	585.462
Maximum	5.513.000	8.562.673	11.511.082
Minimum	4.350	0	20.000
Standaarddeviatie	642.554,7	875.873,2	1.418.692
Scheefheid	2,99	6,68	3,66
Kurtosis	15,77	56,67	21,31
Observaties	546	413	414

* Voor de op grond van onze data samengestelde groeistatistieken, zie Bijlage 1, Tabel A.

Tabel 3 Beschrijvende statistieken prestatievariabelen (in euro's, 1996-2005) *

	MV	OPM	ROE	RET
Gemiddelde	4.240.000.000	2,41	16,74	2,95
Mediaan	398.000.000	4,79	12,48	3,17
Maximum	92.500.000.000	181,37	3176,38	44,38
Minimum	1.580.000	-600,33	-639,64	-30,35
Standaarddeviatie	11.500.000.000	41,47	178,81	7,55
Scheefheid	4,76	-8,62	12,9	-0,43
Kurtosis	30,02	108,06	212,11	8,65
Observaties	543	531	525	536

* Voor de op grond van onze data samengestelde groeistatistieken, zie Bijlage 1, Tabel B.

3. Return on equity (ROE): $(\text{nettowinst} / \text{eigen vermogen}) \times 100$
4. Jaarrendement aandeel (RET): $\text{koersverandering} + \text{dividend}^5$

Tabel 3 presenteert een overzicht van de beschrijvende statistieken van de prestatievariabelen. MV en ROE vertonen een gelijksoortige verdeling als de verschillende beloningsvariabelen, met een hoge scheefheid en kurtosis. In beide gevallen is sprake van een rechts-asymmetrische verdeling met een hoge piek. Dit duidt op een klein aantal ondernemingen met zeer hoge MV en ROE in vergelijking met de rest. De overige twee prestatievariabelen vertonen een ander beeld. Beide hebben ook een hoge kurtosis, dus een hoge piek in hun verdeling. OPM heeft echter een links-asymmetrische verdeling en dus een aantal ondernemingen met een relatief zeer lage OPM. RET tenslotte heeft een symmetrische verdeling, weliswaar met een hoge piek. Wanneer deze prestatievariabelen significant van o verschillen duidt dit op een relatie tussen prestatie en beloning.

Om de invloed van de Code Tabaksblat te meten, zijn twee verschillende variabelen opgenomen, een dummyvariabele

en een interactievariabele. De dummyvariabele meet eventuele verschillen in de hoogte respectievelijk de groei van de beloning voor en na invoering van de Code. Met de interactievariabele wordt gemeten in hoeverre het effect van een prestatievariabele veranderd is door de invloed van de invoering van de Code Tabaksblat. Wanneer deze significant van o verschilt, heeft de invoering van de code invloed gehad op de relatie tussen beloning en prestaties. Alle variabelen die onderdeel zijn van de interactievariabele zijn opgenomen in de analyse zodat het zuivere effect van de Code Tabaksblat op de relatie tussen beloning en prestaties gemeten kan worden (vgl. Brambor et al., 2005). Dit houdt in dat de variabelen die de invloed van de invoering van de Code Tabaksblat meten er als volgt uit zien:

1. Dummy Code Tabaksblat: 0 = vóór 1 januari 2004; 1 = na 1 januari 2004
2. Interactievariabele Code Tabaksblat: dummy Code Tabaksblat x prestatievariabele X

Tabel 4 toont de beschrijvende statistieken voor de corporate governance dummy. Het gemiddelde laat het percentage waarnemingen van na de invoering van de Code Tabaksblat zien. Vijfendertig procent van de waarnemingen valt dus in de periode die volgt op het van kracht worden van de Code.

Zoals te doen gebruikelijk, en in overeenstemming met eerder, hierboven gememoreerd onderzoek, nemen we een aantal controlevariabelen op in ons model. Als indicator van de grootte van de onderneming geldt, in overeenstemming met hetgeen gangbaar is voor studies waarbij verschillende sectoren worden meegenomen (zie o.a. Tosi et al., 2000), de omzet. Gezien de hoge correlatie van deze variabele met marktwaarde komt de validiteit van de regressies waar ze beide in voorkomen in het geding (De Vocht, 1999). Hier wordt later in het artikel meer aandacht aan besteed. Voor de relevante arbeidsmarkt wordt een nationaliteitsdummy opgenomen. Deze dummy neemt de waarde 1 aan wanneer de CEO de Nederlandse nationaliteit heeft en de waarde 0 wanneer hij of zij een andere nationaliteit bezit. Ten slotte wordt voor twee verschillende persoonlijke kenmerken van CEO's gecorrigeerd, namelijk de leeftijd en het aantal jaren dat de CEO in functie is (Hall en Liebman, 1998).

Zoals reeds aangekondigd, hebben wij modellen geschat met zowel verschillende prestatiemaatstaven als verschillende beloningsvormen. In het eerste model worden schattingen gedaan aan de hand van absolute beloning- en prestatiegegevens. Dit model kan vergeleken worden met eerder genoemd onderzoek van Duffhues en Kabir (2003). Het model bekijkt of prestaties in staat zijn een deel van de beloning te verklaren (Murphy, 1998). Aangezien de varia-

Tabel 4 Beschrijvende statistieken corporate governance dummy

	Code Tabaksblat
Gemiddelde	0,35
Minimum	0,00
Maximum	1,00
Standardafwijking	0,4
Skewness	0,61
Kurtosis	1,3
Observaties	545

belen niet normaal verdeeld zijn, wordt hiervoor gecorrigeerd door logaritmen te gebruiken (De Vocht, 1999).

Model 1:

$$\log(\text{CEOBeloning})_{i,t} = \hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_1(\log(\text{Prestatie}))_{i,t} + \hat{\alpha}_2(\text{Tabaksblat}) + \hat{\alpha}_3(\text{Tabaksblat} * \log(\text{Prestatie}))_{i,t} + \hat{\alpha}_4(\log(\text{Omzet}))_{i,t} + \hat{\alpha}_5(\text{Geboortejaar}) + \hat{\alpha}_6(\text{Functiejaar}) + \hat{\alpha}_7(\text{Nationaliteit})$$

Model 2 meet in hoeverre de groei van de beloning afhankelijk is van de groei van de prestaties van de onderneming in een bepaalde periode⁶. Dit is de meest gangbare manier om de relatie tussen prestaties en beloning te meten (Murphy, 1998). Het is tevens het model dat in het veel geciteerde en vaak als model gehanteerde onderzoek van Jensen en Murphy (1990) geschat wordt.

Model 2:

$$\Delta(\text{CEOBeloning})_{i,t} = \hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_1 \Delta(\text{Prestatie})_{i,t} + \hat{\alpha}_2(\text{Tabaksblat}) + \hat{\alpha}_3(\text{Tabaksblat} * \Delta(\text{Prestatie}))_{i,t} + \hat{\alpha}_4 \Delta(\text{Omzet})_{i,t} + \hat{\alpha}_5(\text{Geboortejaar}) + \hat{\alpha}_6(\text{Functiejaar}) + \hat{\alpha}_7(\text{Nationaliteit})$$

Model 3 meet de elasticiteit van de beloning ten opzichte van de prestaties van de onderneming (Murphy, 1998). Dit model is onder meer ook gebruikt in het onderzoek van Conyon (1997).

Model 3:

$$\log \Delta(\text{CEOBeloning})_{i,t} = \hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_1(\log \Delta(\text{Prestatie}))_{i,t} + \hat{\alpha}_2(\text{Tabaksblat}) + \hat{\alpha}_3(\text{Tabaksblat} * \log \Delta(\text{Prestatie}))_{i,t} + \hat{\alpha}_4(\log \Delta(\text{Omzet}))_{i,t} + \hat{\alpha}_5(\text{Geboortejaar}) + \hat{\alpha}_6(\text{Functiejaar}) + \hat{\alpha}_7(\text{Nationaliteit})$$

Alle modellen zijn aan de hand van de gebruikelijke methode van de kleinste kwadraten geschat (Ordinary Least Squares, zie o.a. Wooldridge, 2000). Deze regressie meet in hoeverre individuele onafhankelijke variabelen een deel van de variantie van de afhankelijke variabele verklaren. Daarnaast verkrijgen we zo ook een weergave

Tabel 5 Correlatiematrix van de onafhankelijke variabelen

	1	2	3	4	5	6	7	8
1								
2 OP	0,15							
3 OE	0,10	0,16						
4 ET	0,11	0,23	0,15					
5 Tabaksblat	0,03	0,10	0,11	0,45				
6 Omzet	0,5	0,10	0,0	0,10	0,02			
Geboortejaar	0,13	0,1	0,0	0,0	0,06	0,11		
Functiejaar	0,14	0,12	0,13	0,0	0,14	0,11	0,42	
Nationaliteit	0,04	0,06	0,03	0,01	0,16	0,10	0,00	0,2

van de hoeveelheid variantie van de afhankelijke variabele die verklaard wordt door het totale model.

4 Resultaten

In tabel 6 zijn de belangrijkste resultaten van de verschillende modellen weergegeven.⁷ De bovenste rij van de tabel geeft daarbij de invulling van de gebruikte beloningsvariabele en prestatievariabele in de regressie weer.

Zoals te zien valt aan de vaak hoge aangepaste R-kwadraat (die varieert tussen 0,53 en 0,81), heeft het eerste model over het algemeen een hoge verklaringsgraad. De verklaringsgraad van het tweede model ligt echter een stuk lager. In dit geval wordt bij de schatting met TC ongeveer 10 procent van de variantie verklaard. Bij LTI en TB biedt dit model echter geen verklaring, namelijk een R-kwadraat die waarden in de buurt van 0 heeft.

Het derde model toont een rooskleuriger beeld. Nu wordt rond de 30 procent van de variantie verklaard van de regressies met TC en TB. Met slechts voor één geval een R-kwadraat die groter is dan 0 biedt de beloningsvariabele LTI geen verklaring voor de variantie van de prestaties.

Ook wat de verschillende variabelen betreft lopen de resultaten in de drie modellen uiteen. In model 1 wordt een aantal keren een significante invloed van prestatievariabelen gemeten, namelijk bij LTI/MV (met een coëfficiënt van 0,64), bij TB/MV (met een coëfficiënt van 0,25), en bij TB/OPM (met een coëfficiënt van 0,11).⁸ Alle hebben dus positieve waarden, hetgeen duidt op een positieve samenhang tussen de hoogte van de prestatievariabele en de hoogte van de beloning. Voor zowel model 2 als model 3 geldt, dat bij een significantieniveau van 0,05 geen enkele invloed van een prestatievariabele op de groei van de beloning wordt gemeten. Voor model 1 blijkt dat van de twaalf mogelijke verbanden tussen prestaties en beloning er drie significant bevonden zijn, dat is 25 procent van de mogelijke gevallen. Voor modellen 2 en 3 zijn er geen significante verbanden gevonden.

Tabel 6 Resultaten regressieanalyse ¥ §

	Total Cash/ MV	Total Cash/ OPM	Total Cash/ RET	Total Cash/ ROE	Total LTI/ MV	Total LTI/ OPM	Total LTI/ RET	Total LTI/ ROE	Totale Bel./ MV	Totale Bel./ OPM	Totale Bel./ RET	Totale Bel./ ROE
Model 1												
Prestatie	0,12	-0,01	-0,06	0,1	0,64**	-0,18	-0,18	-0,04	0,25**	0,11*	-0,02	-0,08
Tabaksblat	-1,59	0,07	0,09	0,55	-1,47	0,35	0,35	-0,25	-0,76	-0,03	0,32*	-0,04
Tabaksblat*Prestatie	0,08	0,09	0,06	-0,13	0,08	0,28	0,28	0,24	0,05	0,13	0,01	0,11
Omzet	0,10**	0,28**	0,28**	0,27**	-0,15	0,53**	0,53**	0,51**	0,11**	0,37**	0,35**	0,34**
F-toets	86,92**	77,93	56,97**	84,17**	36,84**	17,27**	17,27**	26,37**	123,25**	93,06**	66,92**	111,22**
Aangepaste R-kwadraat	0,75	0,75	0,72	0,79	0,65	0,53	0,53	0,63	0,79	0,76	0,72	0,81
Model 2												
Prestatie	3,25E-06	101037,3	7309,89	-8197,58	-6,89E-05	7170,66	1567,16	283,44	-4,68E-05	9158,37	8565,51	-260,17
Tabaksblat	-79678,49	-37049,37	-95526,32	-20143,43	29873,3	45189,62	36815,17	98314,91	94822,89	145114,9	133958	184772,3
Tabaksblat*Prestatie	2,79E-05	-99762,86	-5213,3	7875,38	7,86E-05	-871,01	5630,28	-1496,64	6,79E-05	-22222,87	-168,75	-2211
Omzet	1,72E-05*	2,38E-05**	2,31E-05**	2,40E-05**	7,29E-06	-6,40E-07	-5,88E-07	1,70E-06	3,01E-0	2,84E-05	2,62E-05	2,91E-05*
F-toets	3,07**	2,97**	2,99**	3,01**	9,10E-01	4,40E-01	3,60E-01	4,20E-01	1,05	0,98	0,95	1,56
Aangepaste R-kwadraat	0,1	0,09	0,1	0,1	0	-0,03	-0,03	-0,03	0	0	0	0,03
Model 3												
Prestatie	0,23	-0,65	-1,49	1,47	0,31	-0,25	0,25	-0,64	-91396,28	0,12	-0,07	-0,19
Tabaksblat	0,76	0,01	0,12	1,65*	2,25	-0,12	-0,05	-1,01	438569	0,36	-0,41	0,4
Tabaksblat*Prestatie	-0,07	-0,47	0,09	-0,77*	-0,12	0,19	-0,12	0,75	-17327,15	-0,44	0,43	0,04
Omzet	0,32*	0,43**	0,44**	0,46**	0,13	0,40*	0,32*	0,37**	204920,50**	0,44**	0,42**	0,53**
F-toets	4,43**	3,15**	4,12**	2,87**	1,19	1,03	0,96	2,80*	2,90**	6,46**	6,54**	4,35**
Aangepaste R-kwadraat	0,32	0,31	0,31	0,29	0,03	0,01	-0,01	0,32	0,16	0,5	0,43	0,38

¥ Model 1 is een niveaumodel, de modellen 2 en 3 zijn groeimodellen

§ De asterisk geeft aan in hoeverre de onafhankelijke variabele een significante invloed heeft op de afhankelijke variabele, * $p \leq 0,05$; ** $p \leq 0,01$.

De Tabaksblat-dummy heeft in slechts twee van de mogelijke 36 gevallen een significant effect, te weten in Model 1, met als afhankelijke variabele de totale beloning en met RET als prestatiemaatstaf, en in Model 3, met TC als afhankelijke variabele en ROE als prestatiemaatstaf (de respectievelijk gevonden coëfficiënten zijn 0,32 en 1,65). Slechts op basis van deze twee resultaten zou dus kunnen worden gestaafd dat het invoeren van de Code een effect heeft gehad op de beloning van CEO's. Aangezien de gevonden verbanden positief zijn, zou dan echter geconcludeerd moeten worden dat de invoering van de Code Tabaksblat geleid heeft tot een hogere totale beloning c.q. een grotere groei in de totale contante beloning.

Model 3 genereert ook het enige significante effect van de interactievariabele Tabaksblat*. Hier is het effect echter negatief (met een coëfficiënt van -0,77). Dit suggereert dat de invoering van de Code het verband tussen prestatie en

beloning, in dit geval tussen ROE en totale contante beloning, verzwakt heeft. Het netto-effect van de invoering van de Code op de groei van de beloning blijft echter wel positief. De Code als zodanig heeft een positief effect op het niveau respectievelijk de groei van de totale (contante) beloning.

Wat ten slotte opvalt bij de diverse modellen, is het belang van de totale omzet. In meer dan tweederde van de regressies heeft deze een significante invloed op de beloning van de CEO's, zoals valt te lezen in tabel 6. Dit duidt op een significante, positieve invloed van de ondernemingsomvang op zowel de hoogte als de groei van de beloning. Wanneer de modellen met MV geschat worden, blijkt de totale omzet echter niet significant van invloed op de beloning. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat MV ook een indicator is van de grootte van de onderneming.

5 Conclusie en discussie

Bij ons onderzoek kunnen diverse kanttekeningen geplaatst worden. Een eerste betreft de prestatievariabelen. In ons onderzoek zijn, zoals trouwens in vrijwel al het hier relevante onderzoek, prestaties van ondernemingen meegenomen, en niet individuele prestaties van de CEO. Hiermee wordt impliciet aangenomen dat prestaties van de CEO zich vertalen in prestaties van de onderneming. Deze veronderstelling is voor discussie vatbaar. Het is immers mogelijk dat de CEO strategische beslissingen neemt voor de onderneming die zich niet of niet op korte termijn vertalen in verbetering van de prestaties van de onderneming.

Een tweede kanttekening betreft het feit dat in de data-analyse geen rekening is gehouden met algemenere trends, hetzij op de beurs, hetzij op sectorniveau. De analyse zou aan precisie hebben gewonnen indien zowel de belonings- als de prestatiegegevens van de onderzochte ondernemingen zouden zijn meegenomen in verhouding tot de bedoelde algemenere trends. Correctie voor deze trends zou echter een nivellerend effect hebben gehad op onze bevindingen. Anders gezegd: wij zouden dan nog minder sterke verbanden tussen prestaties en beloningen hebben gevonden. Ons onderzoek kan in dit opzicht gekwalificeerd worden als bevorderlijk voor het vinden van de onderzochte verbanden, indien dergelijke verbanden bestaan. Dit neemt niet weg dat het interessant zou kunnen zijn om toekomstig onderzoek te richten op het vinden van verschillen tussen ondernemingen die boven dan wel onder eventuele trends presteren.

Deze kanttekeningen in aanmerking nemend, kan op grond van ons onderzoek in de eerste plaats geconcludeerd worden dat de beloningen die CEO's ontvangen van de door hen geleide, in ons land gevestigde onderneming door de bank genomen niet of althans niet significant gerelateerd zijn aan de prestaties van deze onderneming. De enige prestatievariabele die met enige regelmaat een significant verband heeft met de beloning van CEO's is marktwaarde (MV). Marktwaarde is echter net als totale beloning (TB) en totale langetermijnincentives (LTI) afhankelijk van de aandelenprijs zodat hier mogelijk sprake is van circulaire verbanden. Onze schattingen van de modellen waarin marktwaarde wordt gekoppeld aan een andere beloningsvariabele, te weten totale cash beloning (TC), suggereren in ieder geval niet dat dergelijke verbanden afwezig zijn. Wij vinden dan immers geen statistisch significante relatie. De andere prestatievariabelen, jaarrendement aandeel (RET), operating profit margin (OPM) en return on equity (ROE) leveren in het geheel geen significante resultaten op. In totaal zijn er slechts bij drie van de mogelijke 36 geschatte verbanden significante relaties gevonden. Onze bevindingen zijn in overeenstemming met eerder onderzoek van Duffhues en Kabir (2003). Ze zijn echter in tegenspraak met

de conclusie van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code ('Commissie Frijns') van november 2007. Op grond van onderzoek dat in opdracht van de Commissie Frijns is gedaan aan de Rijksuniversiteit Groningen in samenwerking met het beloningsadviesbureau Towers Perrin zou immers verwacht kunnen worden dat er een positieve samenhang tussen deze twee grootheden bestaat. Aangezien er in totaal slechts één significante relatie is gevonden tussen de invoering van de Code Tabaksblad en de hoogte c.q. groei van de CEO-beloning kunnen we voorzichtig concluderen dat de invoering van deze corporate governance regulering (vooralsnog) zonder duidelijk effect op de beloning van CEO's in Nederland is gebleven. Uiteraard dient hierbij de kanttekening geplaatst te worden dat de dataset slechts een beperkt aantal jaren na de invoering van deze Code beslaat.

Door middel van een interactievariabele is gekeken of de relatie tussen beloning en prestaties is veranderd door de invoering van de Code Tabaksblad. Er zijn drie significante verbanden gevonden, waarvan één een negatieve coëfficiënt heeft. Dit suggereert dat de invoering van de Code een negatieve invloed heeft gehad op de relatie tussen ondernemingsprestaties en CEO-beloning. De andere twee gevonden significante relaties zijn positief, hetgeen het tegendeel suggereert.

Wij concluderen daarom dat er geen sprake is van een eenduidige invloed van de invoering van de Code Tabaksblad op de relatie tussen de beloning van CEO's in Nederland en de prestaties van de door hen geleide ondernemingen. Toekomstig onderzoek zal moeten uitwijzen of deze conclusie kan standhouden. ■

Dr. J.A. Otten is universitair docent aan de Faculteit Bedrijfskunde van de Erasmus Universiteit Rotterdam. Hij promoveerde in 2007 aan de Universiteit Utrecht op een onderzoek naar bestuurdersbeloningen. Zijn onderzoeksinteresses betreffen met name corporate governance en de beloning van bestuurders.

Prof. dr. H. Schenk mba is hoogleraar Economische Wetenschappen, i.h.b. organisatie en strategie en leerstoelhouder Organisatie aan het departement Economie van de Universiteit Utrecht. Zijn onderzoeksinteresses liggen onder meer op het terrein van fusie en overname en corporate governance. Drs. A.L.A. Verwer heeft zijn doctoraalstudie Economie aan de Universiteit Utrecht in 2006 afgesloten met de scriptie *Beloning voor Prestaties in Nederland*. Hij werkt nu voor ORMIT, als management trainee met opdrachten bij Rabobank International, TNT en Ericsson.

Dit artikel is voortgekomen uit een van de onderzoeksprogramma's van de Universiteit Utrecht op het terrein van corporate governance. Het is mede gebaseerd op het afstudeeronderzoek van Verwer (*Beloning voor Prestaties in Nederland*, Faculteit Recht, Economie, Bestuur en Organisatie, Universiteit Utrecht, 2006). Zie ook Otten (2007) en Schenk (2007).

Literatuur

- Bebchuck, L.A. en J.M. Fried (2003), Executive compensation as an agency problem, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 17, no. 3, pp. 71-92.
- Black, F. en M.S. Scholes (1973), *The pricing of options and corporate liabilities*, *Journal of Political Economy*, vol. 81, no. 3, pp. 637-654.
- Brambor, T., W.R. Clark en M. Golder (2005), Understanding interaction models: improving empirical analyses, *Political Analysis*, vol. 14, no. 1, pp. 63-82.
- Commissie Corporate Governance (2003), *De Nederlandse corporate governance code. Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen*, Den Haag.
- Conyon, M.J. (1997), Corporate governance and executive compensation, *International Journal of Industrial Organization*, vol. 15, pp. 493-509.
- Cornelisse, R.J.M., P.J.W. Duffhues en R. Kabir (2005), *Beloning van topbestuurders en ondernemingsprestaties in Nederland*, ESB, 9 september, pp. 390-393.
- De Vocht, A. (1999), *Basishandboek SPSS*, Utrecht: Bijleveld Press.
- Donaldson L. (1995), *American Anti-Management Theories of Organization*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Duffhues, P.J.W. en R. Kabir (2003), *Personeelsopties en andere vormen van variabele beloningen in Nederland*, CentER for Applied Research, Universiteit van Tilburg.
- Frey, B.S. (1997), *Not Just For the Money. An Economic Theory of Personal Motivation*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Gomez-Mejia, L.R. en R.M. Wiseman (1997), Reframing executive compensation: an assessment and outlook, *Journal of Management*, vol. 23, no. 3, pp. 291-374.
- Gordon, J.F. (2005), Executive compensation: If there's a problem what's the remedy? The case for "compensation disclosure and analysis", *Law and Economics Research Paper 273*, New York: Columbia University.
- Gregg, P., S. Machin en S. Szymanski (1993), The disappearing relationship between directors' pay and corporate performance, *British Journal of Industrial Relations*, vol. 31, pp. 1-10.
- Hall, B.J. en L.B. Liebman (1998), Are CEO's really paid like bureaucrats?, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 113, no. 3, pp. 653-691.
- Jensen, M.C. en W.H. Meckling (1976), Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 4, pp. 305-360.
- Jensen, M.C. en K.J. Murphy (1990), Performance pay and top-management incentives, *Journal of Political Economy*, vol. 98, no. 2, pp. 225-264.
- Miller, D.J. (1995), CEO salary increases may be rational after all: referents and contracts in CEO pay, *Academy of Management Journal*, vol. 38, no. 5, pp. 1361-1385.
- Monitoring Commissie Corporate Governance Code ('Commissie Frijns) (2007), *Derde rapport over de naleving van de Nederlandse corporate governance code*, Den Haag.
- Murphy, K.J. (1998), Executive compensation, *Mimeo*, Marshall School of Business, University of Southern California.
- Otten, J.A. (2007), *Origins of executive pay & corporate governance reform codes. Essays on an institutional approach to corporate governance*, Proefschrift Utrecht School of Economics, Universiteit Utrecht.
- Sautner, Z. en M. Weber (2005), Corporate governance and the design of stock option programs, *Mimeo*, Universität Mannheim, Sonderforschungsbereich 504.
- Schenk, H. (2007), Hefbomen van het moderne financierskapitalisme, *Ondernemingsrecht*, no. 5, pp. 180-185.
- Tosi, H.L., S. Werner, J.P. Katz en L.R. Gomez-Mejia (2000), How much does performance matter? A meta-analysis of CEO pay studies, *Journal of Management*, vol. 26, no. 2, pp. 301-339.
- Van Praag, M. (2005), Relatie beloning van topbestuurders en bedrijfsprestaties, *Mimeo*, Universiteit van Amsterdam.
- Wiseman, R.M. en L.R. Gomez-Mejia (1998), A behavioral agency model of managerial risk taking, *Academy of Management Review*, vol. 23, no. 1, pp. 133-153.
- Wooldridge, J.M. (2000), *Introductory econometrics, a modern approach*, Michigan: South-Western College Publishing.

Noten

1 Indien in het vervolg de CEO en/of de aandeelhouder in de mannelijke persoonsvorm wordt aangesproken is daarmee tevens de vrouwelijke persoonsvorm bedoeld.

2 Wij richten ons in het bijzonder op de effecten van invoering van de Code Tabaksblad ook al geldt cf. art. 2:383 BW titel 9 reeds langere tijd de verplichting voor bestuurders en commissarissen van naamloze vennootschappen om melding te maken van hun bezoldiging, inclusief opties.

3 In de dataset is de waarde van opties volgens het model van Black en Scholes (1973) opgenomen.

4 De post 'overige beloning' betreft een niet verder gedifferentieerd aantal, meestal kleine beloningscomponenten.

5 Deze variabele is gebaseerd op de berekening van shareholder return in de studie van Conyon (1997).

6 Geeft in het model het verschil aan tussen jaar t en jaar $t-1$.

7 De schattingen van TB en LTI betreffen de periode 2002-2005, de schattingen van TC betreffen de periode 1996-2005.

8 Hierbij wordt een significantieniveau van $p \leq 0.05$ aangehouden.

Bijlage 1 Beschrijvende statistieken, groeivariabelen

Tabel A Beschrijvende statistieken van veranderingen in beloningen

	Total Cash	Totale beloning	Totale LTI
Gemiddelde	39588,36	161101,20	69576,38
Mediaan	18624,63	37471,50	0,00
Maximum	3103000,00	7686195,00	7306319,00
Minimum	-3191667,00	-2859327,00	-3332327,00
Standaarddeviatie	394796,30	825344,80	644478,90
Scheefheid	-0,69	4,86	7,34
Kurtosis	29,20	42,36	83,25
Observaties	348	276	276

Tabel B Beschrijvende statistieken van veranderingen in prestaties

	MV	OPM	RET	ROE
Gemiddelde	196000000	3,73	3,60	16,52
Mediaan	14840000	0,39	2,09	1,01
Maximum	13800000000	458,35	50,15	3128,94
Minimum	-13100000000	-66,87	-14,13	-3113,29
Standaarddeviatie	1720000000	31,84	7,26	318,11
Scheefheid	0,68	11,34	2,49	1,68
Kurtosis	34,86	156,04	13,15	82,03
Observaties	274	275	269	268