

MICHAEL C. JENSEN – KEVIN J. MURPHY

## Teljesítmény alapú bérezés és felsővezetői ösztönzők

*A vezérigazgatók jövedelmének és teljesítményének kapcsolatára (beleértve a fizetést, opciókat, részvénytulajdont és az elbocsátás lehetőségét) vonatkozó becsléseink szerint a vezérigazgatók vagyona 3,25 dollárral változik a részvényesek vagyónának minden 1000 dolláros változásakor. A fizetéshez vagy az elbocsátás lehetőségéhez képest a részvénytulajdon jobban ösztönözhet, de a vezérigazgatók többsége vállalatának részvényeiből igen csekély részt birtokol, és tulajdoni hányaduk az elmúlt 50 évben csökkent. Feltételezzük, hogy bizonyos közösségi és egyéni politikai erők miatt olyan korlátok álltak elő, melyek csökkentik a jövedelem teljesítményérzékenységet. Az 1930-as évek óta gyengült a jövedelem és teljesítmény közötti kapcsolat, valamint csökkent a vezérigazgatók bérszintje; ez összhangban áll a hipotézisünkkel.\**

A nyilvános részvénytársaság tulajdonosai és vezérigazgatója között fennálló érdekkonfliktus a megbízó-ügynök probléma klasszikus példája. Ha a részvényesek mindent tudnának a vezérigazgató tevékenységéről és a vállalat befektetési lehetőségeiről, akkor meg tudnának tervezni egy olyan szerződést, mely minden esetre meghatározza és kikényszeríti a menedzsment által vég-

\* Értékes segítséget kaptunk a következő személyektől: Stephanie Jensen, Natalie Jensen, Mary Rojek és Mike Stevenson. Köszönjük a megjegyzéseket a következőknek: Sherwin Rosen (a szerkesztő), George Baker, Carliss Baldwin, Ray Ball, Gary Becker, Joseph Bower, James Brickley, Jeffrey Coles, Harry DeAngelo, Robert Gibbons, Gailen Hiite, Clifford Holderness, Robert Kaplan, Steven Kaplan, Edward Lazear, Richard Leftwich, John Long, Jay Lorsch, John McArthur, Paul MacAvoy, Kenneth McLaughlin, Kenneth Merchant, Andrall Pearson, Ronald Schmidt, G. William Schwert, Robert Simons, Jerold Warner, Ross Watts és Jerold Zimmerman. A kutatást a Harvard Business School Kutatási Divíziója, a University of Rochesteren működő Managerial Economics Research Center és a John M. Olin Alapítvány támogatta.

rehajtandó intézkedéseket. A menedzsment tevékenységét és a befektetési lehetőségeket azonban nem tudják tökéletesen megfigyelni a részvényesek; valószínűleg a részvényesek sokszor nem tudják, hogy a vezérigazgató egyáltalán milyen intézkedéseket *tehet*, illetve hogy ezek közül mely intézkedések növelik a részvényesi vagy tulajdonosi vagyont. Ezekben a helyzetekben a megbízó-ügynök elmélet szerint a javadalmazási rendszert úgy tervezik meg, hogy a menedzsment a részvényesi vagyont növelő intézkedések kiválasztására és megvalósítására ösztönözze.

A tulajdonosok azt szeretnék, ha a vezérigazgatók olyan döntéseket hoznának – például arról, hogy mely ügyön dolgozzanak, mely projektekbe vágjanak bele és melyekbe ne –, amelyeknél a döntés várható haszna meghaladja a várható költségeket. A vezérigazgató azonban csak a saját *egyéni* hasznait és költségeit veszi figyelembe a mérlegeléskor. Ha eltekintünk a vezérigazgatók kockázatkerülésétől, a részvényesi vagyon alakulásához kötött vezérigazgatói javadalmazási rendszer segít összehangolni a különböző döntések egyéni és társadalmi hasznait és költségeit, ezáltal ösztönözve a cégvezetőket a megfelelő lépések megtételére. A vezérigazgatón kívül sok egyéb tényező is befolyásolja a részvényesi vagyon alakulását, mint például más vezetők és a munkavállalók döntései, keresleti és kínálati viszonyok, valamint a közpolitika. Mindazonáltal helyénvaló a vezérigazgatók javadalmazását a részvényesi vagyonhoz kötni, lévén a tulajdonosok célja annak növelése.

Ezt sokféle mechanizmuson keresztül ösztönözheti a javadalmazási rendszer; ilyen például a teljesítmény alapú prémiumok és fizetés-felülvizsgálatok, a részvényopciók és a teljesítménytől függő visszahívás lehetősége. E tanulmány a felsorolt módszerek ösztönző hatását becsli. Eredményeink szerint a részvényesi vagyon 1000 dolláros változása az aktuális és a következő évi fizetés és prémium átlagosan 2 centes növekedésével jár együtt. A fizetés-felülvizsgálatok, kibocsátott részvényopciók és a gyenge teljesítmény miatti visszahívások hatását a vezérigazgatók vagyona nézve is megbecsültük. Becsléseink felső határa szerint ezen – az igazgatótanácsok számára közvetlenül elérhető – eszközök együttes hatása a vezérigazgatók vagyona nagyjából 75 cent a részvényesi vagyon 1000 dolláros változására vetítve.

A tulajdoni részesedés egy másik lehetőség arra, hogy összekössük a vezérigazgatói vagyont és a cég értékének változását. Mintánkban a medián vezérigazgató vállalata törzsrészvényeinek 0,25 százalékát birtokolja, beleértve a lehívható részvényopciókat és a családtagok részvényeit vagy a közvetve birtokolt részvényeket is. Ezáltal a vállalat értékének 1000 dolláros változása a medián vezérigazgató részvényeinek értékét 2,5 dollárral változtatja meg. Tehát végső soron a minden tényezőt tartalmazó (bér és prémium, elbocsátás

lehetősége, részvénytulajdon) becslésünk a vezérigazgatói vagyon teljesítményérzékenységre vonatkozóan nagyjából 3,25 dollár a részvényesi vagyon 1000 dollárnyi változására vetítve.

A nagyobb cégek vezérigazgatóinak rendszerint kevesebb részvényük van és kisebb a javadalmazásban megnyilvánuló ösztönzésük, mint a kisebb vállalatoknál. Ha a mintánkban szereplő cégeket piaci érték szerint csökkenő sorrendbe állítjuk, mindent figyelembe véve a felső 50% vezérigazgatóira 1,85 dolláros, míg az alsó 50%-ra 8,05 dolláros becslést kapunk a jövedelem teljesítményérzékenységre (a részvényesi vagyon 1000 dolláros változására vetítve).

Ezek az eredmények meglátásunk szerint nem állnak összhangban az optimális szerződéskötésről szóló formális megbízó-ügynök modellek következtetéseivel. A csúcsvezetők jövedelme és a vállalat teljesítménye közötti empirikus kapcsolat bár pozitív és statisztikailag szignifikáns, túl kicsi egy olyan pozícióban, ahol várakozásaink szerint az ösztönző bérezés fontos szerepet játszik. Továbbá becsléseink szerint az elbocsátás lehetősége nem fontos forrása a menedzserek ösztönzésének, mivel az elbocsátás valószínűségének a gyenge teljesítményhez kapcsolódó növekedése és az elbocsátásból fakadó büntetés mértéke egyaránt alacsony. Az igazgatói saját részvénytulajdon nyújthat ösztönzést, de ezt a tulajdont az igazgatótanácsok általában nem befolyásolják, és a csúcsvezetők többségének kicsi a saját személyes részesedése. Eredményeink összhangban vannak néhány alternatív hipotézissel. Példának okáért lehetséges, hogy a vezérigazgatók nem számítanak fontos termelési tényezőnek vagy az igazgatótanácsok könnyen figyelemmel tudják kísérni és értékelni tevékenységüket. Mi egy másik lehetséges magyarázatot kínálunk; ez bizonyos politikai tényezőknek a szerződési folyamatban játszott szerepén alapul, amelyek úgy gyakorolnak közvetett befolyást a vezetői javadalmazásra, hogy korlátozzák a tulajdonosok és a menedzsment között köthető szerződések típusát. Ezek a politikai tényezők (melyek a politikai szférában és a vállalatokon belül egyaránt működnek) fontosnak tűnnek ugyan, ám nehéz őket dokumentálni, mivel informálisan és közvetve jutnak érvényre. A magas javadalmazással szemben megnyilvánuló társadalmi ellenérzés valószínűleg nem tesz lehetővé akármilyen magas vezetői jövedelmeket. A menedzseri munkaerőpiacon kialakult egyensúly miatt továbbá nagy büntetésekkel sem lehet élni a gyenge teljesítmények esetén, ezért a bérek teljesítményfüggősége csökkent. Eredményeink, miszerint a javadalmazás teljesítményfüggősége, a bérváltozások egyszerű szóródása és az inflációval kiigazított javadalmazási szint egyaránt jelentősen csökkent az 1930-as évek óta, összhangban állnak egy ilyen közvetett szabályozással.