

De ingrijpende impact van bestuurders op het lot van hun organisatie: Hoe CEO's de veerkracht van hun bedrijf (mede) bepalen

Tine Buyl

*'Leiders van bedrijven zijn zich er steeds meer van bewust dat ze sociale leiders zijn. Ze kijken beter naar de lange termijn. (...) De maatschappij verwacht dat ook van je. Je bent niet alleen CEO voor de aandeelhouders. (...) Uiteindelijk draait alles om leiderschap.'*¹

(Paul Polman, ex-CEO van Unilever, in een interview naar aanleiding van zijn boek 'Netto Positief', 30 december 2021)

1. Inleiding: Veerkracht van bedrijven (resilience)

Bedrijven hebben tegenwoordig vaak te maken met crisissen en (externe) schokken. Nog worstelend met de nasleep van de COVID-19-pandemie, krijgen veel bedrijven met de recente Russische invasie in Oekraïne (en de economische gevolgen ervan) opnieuw een heftige klap voor de kiezen. Na een periode van kelderende vraag en desintegratie van waardeketens als gevolg van de pandemie, hebben bestuurders opnieuw te maken met volatiele markten door factoren als stijgende grondstofprijzen, een toenemend tekort aan arbeidskrachten en een vertragende economische groei.

Dat betekent ook dat de 'resilience' of veerkracht van bedrijven – d.w.z., hoe goed en snel ze zich herstellen na een shock of crisis – een enorm belangrijk en relevant thema is om verder te onderzoeken. In de praktijk zien we namelijk een grote heterogeniteit in zulk herstelvermogen of crisisbestendigheid: waar sommige bedrijven struikelen en een zware shock niet makkelijk te boven komen, zijn er andere bedrijven die snel herstellen, en zelfs floreren tijdens en/of na een crisis. Denk bijvoorbeeld aan producenten van alcohol voor consumptie die tijdens de COVID-19-pandemie het roer snel omgooiden en ontsmettingsalcohol gingen produceren. Maar hoe kunnen we zulke verschillen in veerkracht verklaren?

¹ <https://www.change.inc/future-leadership/paul-polman-je-hebt-het-bedrijfsleven-nodig-om-de-politiek-meer-moed-te-geven-37531>.

Uiteraard zijn er veel factoren die hierbij een rol spelen, maar de impact van bestuurders (met name Chief Executive Officers of CEO's) op het herstelvermogen van hun bedrijf (of het ontbreken daarvan) valt moeilijk te onderschatten. Bestuurders en de strategische keuzes die ze maken voor, tijdens en na een crisis worden vaak als relevante factoren naar voren geschoven. Na de crash van de Amerikaanse bankensector in september 2008 was een veelgehoord thema in de populaire media dat het 'hebzuchtige' en 'roekeloze' gedrag van CEO's aan de basis lag van de wereldwijde financiële crisis nadien, en de moeite die veel bedrijven hadden om op te krabbelen. Dit werd dan nog eens vaak gecombineerd met gebrekkige corporate governance praktijken, zoals een tekort aan toezicht en beloningspakketten voor CEO's die het nemen van risico's stimuleerden. Anderzijds, een sterke en standvastige CEO met een duidelijke langetermijnvisie zou bedrijven moeten kunnen helpen zulke crisissen (zoals ook de huidige pandemie) het hoofd te bieden. Dat benadrukt ook Larry Fink, CEO van beleggingsmaatschappij BlackRock, in zijn meest recente (2022) jaarlijkse brief naar bestuurders:

*'It's never been more essential for CEOs to have a consistent voice, a clear purpose, a coherent strategy, and a long-term view. Your company's purpose is its north star in this tumultuous environment.'*²

In de media wordt dus duidelijk gesuggereerd dat bestuurders en hun gedrag cruciaal zijn voor de crisisbestendigheid en veerkracht van hun organisatie. Maar wordt dit ook bevestigd in wetenschappelijke onderzoek? De volgende hoofdstukken bespreken, op basis van eerder gepubliceerde studies, de invloed van twee specifieke kenmerken van CEO's op de resilience van bedrijven: narcisme en hebzucht. Beide studies werden uitgevoerd in de context van de wereldwijde crisis na de val van de Amerikaanse bankensector in 2008, maar de lessen die uit deze studies kunnen worden getrokken zijn zeker ook relevant voor andere crisissen, zoals de COVID-19-pandemie en eventuele toekomstige shocks. Daarna wordt dieper ingegaan op de rol die corporate governance praktijken – meer bepaald beloningspakketten en toezicht – spelen in het intomen, of net stimuleren, van bepaald gedrag bij CEO's. Tenslotte volgen de belangrijkste conclusies die we uit dit onderzoek kunnen trekken, en lessen voor de toekomst.

2. Bestuurders en hun impact op veerkracht

In het wetenschappelijke onderzoek naar strategisch leiderschap wordt veel aandacht besteed aan het zogenaamde 'CEO-effect', oftewel de idee dat een substantieel aandeel van de prestaties, de strategische keuzes en het gedrag van bedrijven is terug te leiden naar de CEO. Recent onderzoek heeft bijvoorbeeld uitgewezen dat circa 30% van de totale variantie in Corporate Social Responsibility (CSR) – Maatschappelijk Verantwoord Ondernemen (MVO) in het Nederlands – bij bedrijven wordt verklaard

² <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter>.

door de CEO.³ Dit benadrukt de enorme invloed die bestuurders kunnen uitoefenen op de strategische koers en prestaties van hun bedrijf.

In de jaren tachtig van de vorige eeuw ontwikkelden Hambrick en Mason het zogenaamde ‘upper echelons’ perspectief, waarin ze stelden dat bedrijven kunnen gezien worden als een reflectie van hun strategische top.⁴ De idee hierachter was dat individuen, wanneer zij beslissingen nemen, geleid worden door hun motieven, die dan weer bepaald worden door hun achtergrond (ervaring, cognitieve basis en waarden). Dit geldt dus ook voor bestuurders – en meer algemeen, de top van een bedrijf – wanneer ze strategische beslissingen nemen. Dus, dat impliceert ook dat de motieven van bestuurders zullen doorklinken in deze strategische beslissingen, en daarom een impact zullen hebben op de koers, en de prestaties, van hun bedrijf.

Meer dan drie decennia later stelden Hambrick en Wowak bovendien dat we meer en meer te maken krijgen met wat zij ‘a new breed of CEOs’ noemen – een nieuw type bestuurders:

‘Although we do not assert that today’s CEOs are homogenous, we will argue that they differ on average from their predecessors in the following way: they have more individualistic values, more materialistic values, more narcissistic personalities and less psychological identification with their companies.’⁵

Anders gezegd, Hambrick en Wowak poneren dat bestuurders vandaag, meer dan vroeger, worden gedreven door eigenbelang, materialistische waarden, en narcistische motieven, en ze voelen zich minder verbonden met hun bedrijf. Ze wijten dit aan een samenspel van veranderingen in de maatschappij en in de verwachtingen voor bestuurders, en (voornamelijk) de opleiding van deze CEO’s: vaak hebben zij een ‘MBA’ (Master in Business Administration) programma gevolgd, waarbij ze onderwezen worden in de klassieke economische theorieën. Opportunistisch gedrag van managers en de idee dat deze managers gedreven worden door eigenbelang zijn essentiële assumpties in de theorievorming van vele van deze klassieke economische perspectieven, zoals bijvoorbeeld ‘agency theory’ (agentschapstheorie) of ‘transaction cost theory’ (transactiekostentheorie). Toekomstige bestuurders krijgen tijdens hun opleiding dus te horen dat het ‘normaal’ is om op basis van eigenbelang te handelen.⁶

Drie belangrijke kanttekeningen bij Hambrick en Wowaks bedenkingen over het nieuwe type CEO: (1) Ze hebben hun beschouwingen niet wetenschappelijk

3 G. Wernicke, M. Sajko, & C. Boone, ‘How much influence do CEOs have on company actions and outcomes? The example of corporate social responsibility’, *Academy of Management Discoveries* 2022, 8, p. 36-55.

4 D.C. Hambrick & P.A. Mason, ‘Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers’, *Academy of Management Review* 1984, 9, p. 193-206.

5 D.C. Hambrick & A.J. Wowak, ‘Whom do we want as our business leaders? How changes in the corporate milieu have brought about a new breed of CEO’s’, in: J.E. Ricart & J.M. Rosanas (eds.), *Towards a New Theory of the Firm*, Bilbao: Fundación BBVA 2015.

6 S. Ghoshal, ‘Bad management theories are destroying good management practices’, *Academy of Management Learning & Education* 2005, 4, p. 75-91.

getoetst; het zijn bespiegelingen op basis van hun eigen uitgebreide ervaring met en onderzoek naar bestuurders, die echter niet onderbouwd zijn door empirische analyses. (2) Hambrick en Wowak schrijven op basis van een Amerikaanse setting; in een Europese setting is dit alles hoogstwaarschijnlijk in mindere mate aan de orde. Zoals Paul Polman in het hierboven genoemde interview aangeeft: in Europa is een ander waardenkader courant (ook voor CEO's), met minder nadruk op eigenbelang. (3) Ook in een Amerikaanse setting lijkt een kentering aan de orde: Voor het eerst in haar geschiedenis van ruim veertig jaar heeft de 'Business Roundtable' in 2019 een verklaring gepubliceerd, ondertekend door bijna 200 CEOs van grote Amerikaanse bedrijven, waarin ze expliciet beloofden ook andere belangen dan die van de aandeelhouders voorop te zetten.⁷

Ondanks deze kanttekeningen blijft het belangrijk om op onze hoede te zijn voor deze trend en dit nieuwe type CEO's – zeker omwille van de vergaande gevolgen van dit nieuwe type bestuurder voor de resilience of crisisbestendigheid van bedrijven. Uit onderzoek blijkt namelijk dat bedrijven met een dergelijke CEO kwetsbaarder worden voor crisissen en shocks. De volgende secties gaan dieper in op dat onderzoek: op basis van twee wetenschappelijke studies worden de consequenties beschreven van twee specifieke kenmerken van CEO's, narcisme en hebzucht, op de veerkracht van het bedrijf.

2.1 *Narcisme bij CEO's, risicogedrag en resilience*

De term 'narcisme' verwijst naar de Griekse mythologie, en meer in het bijzonder naar het verhaal van Narcissus – de jongeman die verliefd werd op zichzelf, in de ban raakte van zijn eigen spiegelbeeld in een plas water, en uiteindelijk ten onder ging omdat hij zo in beslag genomen werd door zijn zelfbeeld. De term werd aan het eind van de jaren 1890 door Ellis in de psychologische literatuur geïntroduceerd, maar werd vooral populair door het denken en schrijven van Freud. Mensen met een hoge mate van narcisme bewonderen zichzelf heel erg, en denken dat ze beter zijn dan de anderen. Ze hebben ook een enorm hoog zelfvertrouwen, ze geloven dat zij uiterst geschikt zijn om welke taak of opdracht dan ook tot een goed einde te brengen. En daarvoor gebruiken ze anderen als een instrument om hun eigen doelen te bereiken, eerder dan dat ze rekening met hen zullen houden. Echter, narcisten hebben ook een heel fragiel ego. Ze hebben behoefte aan constante bevestiging en om in de belangstelling te staan, wat ook wel 'narcissistic supply' wordt genoemd.⁸

Gemiddeld genomen zal het niveau van narcisme bij bestuurders hoger liggen dan bij de totale bevolking.⁵ Daar zijn verschillende redenen voor. Ten eerste is het zo dat narcisten, door hun zelfvertrouwen en drang naar aandacht, meer worden aangetrokken tot posities waarbij ze macht kunnen uitoefenen. Ze zoeken dus zelf

7 <https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans>.

8 A. Chatterjee & D.C. Hambrick, 'It's all about me: Narcissistic chief executive officers and their effects on company strategy and performance', *Administrative Science Quarterly* 2007, 52, p. 351-386.

naar posities met leidinggevende taken, en bestuurder van een organisatie is daarvan het summum. Maar anderzijds is het ook zo dat mensen met een hoge mate van narcisme vaak natuurlijke leidersfiguren zijn, en een zeker charisma hebben waarmee ze anderen kunnen overtuigen dat ze goede leiders zijn, dat ze een visie hebben. Daardoor worden ze vaak gekozen door anderen om te leiden. Het is dus niet gek dat er in de laatste decennia meer en meer onderzoekers zijn die narcisme bij CEO's, en in het bijzonder de gevolgen daarvan voor hun bedrijven, hebben bestudeerd.⁹

Belangrijk daarbij is dat, ondanks de negatieve bijklank van de term, narcisme bij de CEO soms ook positieve gevolgen kan hebben voor bedrijven. Elon Musk tweette, naar aanleiding van zijn voorstel om de Thaise kinderen die gevangen zaten in een grot in 2018 te redden met een mini-duikboot: *'If I am a narcissist (which might be true), at least I am a useful one.'* (@elonmusk, 8 juli 2018). In een uitgebreide literatuurstudie en meta-analyse hebben Cragun en collega's gevonden dat bedrijven met een meer narcistische CEO vaak een uitgesproken visie hebben, meer aan innovatie doen, en – misschien contra-intuïtief – ook meer aan MVO doen (hoewel dat dan eerder gaat om symbolische investeringen, bijvoorbeeld door eenmalig een groot bedrag te schenken aan een goed doel, dan om echt substantiële investeringen die ingebed zijn in de strategie).⁹

Maar daarnaast wijst onderzoek ook uit dat narcistische CEO's meer risico's inbouwen in de strategie van het bedrijf – soms zelfs zoveel dat het aan roekeloosheid grenst. Onderzoekers hebben dan ook gevonden dat narcisme bij de CEO leidt tot extreme resultaten bij het bedrijf – positief én negatief.⁸ In ons eigen onderzoek hebben we daarnaast gevonden dat dit risicogedrag van narcistische CEO's hun bedrijf kwetsbaar maakt voor grote schokken in de omgeving, doordat het de veerkracht en het herstelvermogen van het bedrijf belemmert.¹⁰

In een steekproef onder 92 CEO's van Amerikaanse commerciële banken in de periode 2006-2014 onderzochten we hoe narcistisch de CEO's waren. Dat deden we door te kijken naar een aantal factoren, zoals de grootte van de foto van de CEO in het jaarrapport, en of die CEO alleen op die foto staat of niet, en daarnaast ook of de CEO in de ik-vorm (versus de wij-vorm) spreekt over het bedrijf. Daarna bestudeerden we welke invloed zulk narcisme bij de CEO had op het risicovol handelen van hun bank. Tabel 1 geeft de belangrijkste resultaten weer van dit onderzoek. Banken met narcistischer CEO's vóór de crash van september 2008 bleken meer te investeren in risicovolle derivaten en 'off-balance sheet items' (zoals door hypotheekgedekte waardepapieren). Het effect van narcisme bleek bovendien te beïnvloeden door corporate governance mechanismen. Het werd sterker wanneer het samenging met een beloningsbeleid dat risicogedrag stimuleerde (via aandelenopties), en

9 O.R. Cragun, K.J. Olson & P.M. Wright, 'Making CEO narcissism research great: A review and meta-analysis of CEO narcissism', *Journal of Management* 2020, 46, p. 908-936.

10 T. Buyl, C. Boone & J.B. Wade, 'CEO narcissism, risk-taking, and resilience: An empirical analysis in U.S. commercial banks', *Journal of Management* 2019, 45, p. 1372-1400.

minder sterk wanneer in de ‘board of directors’ (vergelijkbaar met de RvC) meer onafhankelijke experts zetelden (en dus scherper toezicht werd gehouden).

Tabel 1: Random effects panel regressies met betrekking tot de invloed van CEO-narcisme op risicovol gedrag van de bank (ingekorte tabel)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Controlevariabelen	Opgenomen in analyse	Opgenomen in analyse	Opgenomen in analyse	Opgenomen in analyse
CEO-narcisme	.06** (.03)	-.03 (.05)	.11*** (.04)	.06 (.05)
CEO-narcisme * Opties		.03* (.01)		.03** (.01)
CEO-narcisme * Autonome experts in board of directors			-.09** (.04)	-.08* (.05)
Aantal observaties	920	920	920	920
Aantal CEO's	92	92	92	92
Wald Chi²	2618.16***	2792.95***	3318.16***	3421.28***
R²	.93	.93	.93	.93

Voor de volledige tabel, zie Buyl et al. (2019).¹⁰ Robuuste standaardfouten staan tussen haakjes. *** p<0.01; ** p<0.05; * p<0.1 (two-tailed tests).

We onderzochten daarnaast ook hoe dat risicovol gedrag na de shock doorwerkte in de veerkracht en het herstelvermogen van deze banken. Risicovol investeren hoeft namelijk niet meteen problematisch te zijn bij rooskleurige economische omstandigheden of wanneer banken eenvoudig nieuw kapitaal kunnen aantrekken. Maar de ‘squeeze’ van de kapitaalmarkt na september 2008 maakte dit alles erg gecompliceerd. Het narcisme van de CEO's had deze banken dus kwetsbaarder gemaakt en door uitputting van het eigen vermogen duurde het langer voordat banken met een narcistische CEO weer terug waren op het niveau van vóór de schok (zie Tabel 2).

Tabel 2: Exponentiële hazard regressies met betrekking tot de invloed van CEO-narcisme en risicovol gedrag op herstel van banken in de periode 2008-2014 (ingekorte tabel)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Controlevariabelen	Opgenomen in analyse	Opgenomen in analyse	Opgenomen in analyse	Opgenomen in analyse	Opgenomen in analyse	Opgenomen in analyse
CEO-narcisme	-.41** (.17)	-	-.40** (.17)	-.92*** (.27)	-	-.83*** (.31)
Risicovol gedrag	-	-.31* (.19)	-.28 (.19)	-	-.45** (.20)	-.25 (.25)
CEO-narcisme * TARP fondsen	-	-	-	.03*** (.01)	-	.03* (.02)
Risicovol gedrag * TARP fondsen	-	-	-	-	.01** (.01)	.01 (.01)
Aantal observaties	292	292	292	292	292	292
Aantal bedrijven	92	92	92	92	92	92
Aantal bedrijven die hersteld zijn binnen de tijdsperiode van de studie	70	70	70	70	70	70
Log likelihood	-101.42	-102.29	-100.99	-99.31	-101.40	-99.13
Wald Chi ²	38.34***	30.42***	42.02***	44.72***	37.65***	47.59***

Voor de volledige tabel, zie Buyl et al. (2019).¹⁰ Robuuste standaardfouten staan tussen haakjes. *** p<0.01; ** p<0.05; * p<0.1 (two-tailed tests).

Ter volledigheid nog even dit: we vonden ook dat narcistische CEO's heel erg geholpen zijn geweest door de kapitaalinjecties van de Amerikaanse overheid via het *Troubled Assets Relief Program* (TARP). Dit programma heeft de schadelijke effecten op de veerkracht en het herstelvermogen van banken, geleid door narcistische CEO's, verzacht omdat ze met de kapitaalinjecties hun uitgeputte eigen vermogen (deels) weer konden aanvullen. Waar TARP als doel had om de noodlijdende financiële sector er weer bovenop te helpen, lijkt het op basis van ons onderzoek dat dit programma in feite de (buitensporig) risicovolle strategieën van narcistische CEO's financierde.

2.2 *Hebzucht bij CEO's, maatschappelijk verantwoord ondernemen en resilience*

Een tweede kenmerk van CEO's dat nader bekeken wordt is hebzucht, wat gezien kan worden als een extreme vorm van eigenbelang. Eigenbelang, en het nastreven daarvan, is op zichzelf niet problematisch – sterker nog, teruggrijpend naar Adam Smith's 'The Wealth of Nations' (1776),¹¹ wordt eigenbelang traditioneel gezien als de drijvende kracht achter de besluitvorming van managers in de klassieke economische theorieën. Maar een overdreven mate van eigenbelang – hyperzelfzuchtig gedrag – kan leiden tot hebzucht, waarbij CEO's gefixeerd zijn op het behalen van persoonlijke materiële rijkdom. Terwijl 'gezond' eigenbelang over het algemeen gepaard gaat met positieve gevolgen wegens het gezamenlijke streven naar het 'grotere goed', zoals Adam Smith stelde, is dit niet het geval bij zulk hyperzelfzuchtig eigenbelang. Het ongebreidelde, puur op eigenbelang gerichte streven naar persoonlijke rijkdom dat geassocieerd wordt met hebzucht, veronachtzaamt collectieve belangen.

Eerder onderzoek vond dat zulk extreem eigenbelang of hebzucht ('greed') bij bestuurders funest was voor de aandeelhouderswaarde – het zorgt ervoor dat het rendement voor de aandeelhouders daalt.¹² Daarnaast blijkt uit eigen onderzoek dat hebzuchtige CEO's niet alleen nalaten de belangen van de aandeelhouders te behartigen, maar ook die van de andere stakeholders.¹³ In een steekproef onder 301 CEO's van Amerikaanse beursgenoteerde bedrijven onderzochten we hoe hebzuchtig de CEO's waren, door te kijken naar wie zichzelf gaat belonen met een buitengewoon hoog loon. Meer in het bijzonder bekeken we drie specifieke factoren: (1) de dollarwaarde van secundaire beloning, dat wil zeggen de jaarlijkse vergoedingen die niet onder de categorieën salaris, bonus of langetermijnbeloning valt (denk bijvoorbeeld aan gebruik van privéjets); (2) de ongelijkheid in contant loon (dus vergoeding in geld, niet in aandelen, aandelenopties, enz.) tussen de CEO en de op één na best betaalde topmanager; en (3) 'CEO overpayment', dat wil zeggen het buitensporige deel van de vergoeding van de CEO dat niet kan worden verklaard door factoren die te maken hebben met het bedrijf, de CEO zelf, of de context (bijvoorbeeld de leeftijd en ambtstermijn van de CEO, de grootte en prestaties van het bedrijf, en het jaar en de sector waarin het bedrijf opereert). Vervolgens onderzochten we welke invloed hebzucht van de CEO had op MVO.

Bij MVO draait het vooral om de balans tussen de belangen van het bedrijf (en CEO) zelf en die van de andere belanghebbenden ('stakeholders'), zoals werknemers en afnemers, maar ook de maatschappij als geheel. Investeren in MVO wordt door bedrijven vaak als een strategie gezien die op de lange termijn voordelen oplevert door de goede relaties die zo worden opgebouwd met stakeholders. Op korte termijn

11 A. Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, London: W. Strahan; T. Cadell 1776.

12 K.T. Haynes, J.T. Campbell & M.A. Hitt, 'When more is not enough: Executive greed and its influence on shareholder wealth', *Journal of Management* 2017, 43, p. 555-584.

13 M. Sajko, C. Boone & T. Buyl, 'CEO greed, corporate social responsibility, and organizational resilience to systemic shocks', *Journal of Management* 2021, 47, p. 957-992.

kan het echter een negatief effect hebben op de financiële resultaten. Uit de resultaten van het onderzoek (zie Tabel 3) bleek dat hebzuchtige CEO's, die zich erg laten leiden door eigenbelang en persoonlijke materiële rijkdom, minder aandacht hadden voor de belangen van anderen, en minder investeerden in MVO. Dit negatieve effect werd zelfs nog sterker wanneer het samenging met een beloningsbeleid dat kortetermijnresultaten stimuleerde via bonussen.

Tabel 3: Random effects panel regressies met betrekking tot de invloed van CEO-hebzucht op MVO (ingekorte tabel)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Controlevariabelen	Opgenomen in analyse	Opgenomen in analyse	Opgenomen in analyse	Opgenomen in analyse
CEO-hebzucht	-0.13* (0.08)	-0.06 (0.09)	-0.11 (0.11)	-0.01 (0.13)
CEO-hebzucht * Bonus		-0.66** (0.34)		-0.70** (0.34)
CEO-hebzucht * Restricted stock			-0.06 (0.22)	-0.16 (0.23)
Aantal observaties	1,419	1,419	1,419	1,419
Aantal CEO's	301	301	301	301
Wald Chi²	8,800.02***	10,384.74***	8,146.77***	8,110.63***
R²	0.60	0.60	0.60	0.60

Voor de volledige tabel, zie Sajko et al. (2021).¹³ Robuuste standaardfouten staan tussen haakjes. *** p<0.01; ** p<0.05; * p<0.1 (two-tailed tests).

Verder vroegen we ons af welke gevolgen hebzucht bij CEO's en (het gebrek aan) MVO hadden voor de veerkracht van deze organisaties na het losbarsten van de wereldwijde financiële crisis in september 2008. In de populaire pers werd namelijk 'executive greed' vaak genoemd als belangrijke factor bij het herstel van deze schok. Reflecterend op de verwoestende gevolgen van de crisis van 2008, veroordeelde voormalig president van de Verenigde Staten Barack Obama in een toespraak bijvoorbeeld *'the attitude that's prevailed in Washington and Wall street (...) for far too long; an attitude that valued wealth over work and selfishness over sacrifice and greed over responsibility.'*¹⁴

¹⁴ <https://obamawhitehouse.archives.gov/the-press-office/remarks-president-gm-lordstown-assembly-plant-employees-ohio-9152009>

In ons onderzoek vonden we inderdaad dat hebzucht van CEO's en het gebrek aan goede relaties met stakeholders (door niet te investeren in MVO) bedrijven kwetsbaar maakten voor de gevolgen van deze externe schok (zie Tabel 4). Organisaties die door hebzuchtige CEO's werden geleid, herstelden zich trager; de aandelenkoers kwam pas veel later terug op het niveau van vóór de crisis. Dit kan verklaard worden doordat ze weinig steun kregen van stakeholders en hun eigen middelen uitgeput hadden voor eigen gewin. Dus, bedrijven die vóór de wereldwijde financiële crisis in 2008 geleid werden door meer hebzuchtige CEO's kregen daarna te maken met ernstigere gevolgen van deze crisis.

Tabel 4: Cox survival regressies met betrekking tot de invloed van CEO-hebzucht en MVO op herstel van bedrijven in de periode 2008-2011 (ingekorte tabel)

	(1)	(2)	(3)
Controlevariabelen	Opgenomen in analyse	Opgenomen in analyse	Opgenomen in analyse
MVO	0.08** (0.03)		0.06 (0.04)
CEO-hebzucht		-0.47*** (0.17)	-0.38** (0.18)
Aantal observaties	5,164	5,164	5,164
Aantal bedrijven	269	269	269
Aantal bedrijven die hersteld zijn binnen de tijdsperiode van de studie	232	232	232
Likelihood Ratio Chi ²	3427.81***	3305.38***	558.54***

Voor de volledige tabel, zie Sajko et al. (2021).¹³ Robuuste standaardfouten staan tussen haakjes. *** p<0.01; ** p<0.05; * p<0.1 (two-tailed tests).

Samenvattend, het 'nieuwe type bestuurders' – gedreven door narcistische motieven en eigenbelang – heeft desastreuze gevolgen voor bedrijven, voornamelijk doordat het ze kwetsbaar maakt voor externe schokken. Uiteraard zijn er nog steeds grote verschillen te vinden tussen CEO's – ze zijn (gelukkig) niet allemaal narcistisch of hebzuchtig – maar toch lijkt het opportuun na te gaan of/hoe het gedrag van dergelijke CEO's ingetoomd en/of gestuurd kan worden, bijvoorbeeld met behulp van corporate governance praktijken.

3. Rol van corporate governance praktijken

In de theorie (voornamelijk de ‘agency theory’ of de agentschapstheorie¹⁵) worden twee grote manieren gesuggereerd om door middel van corporate governance praktijken ongewenst gedrag van bestuurders in te perken, of meer algemeen, om ervoor te zorgen dat het gedrag van de bestuurder in lijn is met de belangen van de eigenaars (voornamelijk de aandeelhouders) van het bedrijf: door beloningen te geven (‘incentives’) en door goed toezicht te houden (‘monitoring’). Dus, enerzijds kan gepoogd worden het gedrag van de CEO te sturen door gerichte beloningspakketten te geven, bijvoorbeeld met bonussen wanneer bepaalde targets behaald zijn, of aandelenopties die pas na enkele jaren verzilverd kunnen worden. Anderzijds kan een sterke RvC, die haar ‘monitoring’ rol serieus neemt, ook helpen om onwenselijk gedrag bij de CEO te beperken en wenselijk gedrag te stimuleren.

Echter, een belangrijke kanttekening is dat deze corporate governance praktijken niet in elk geval even effectief blijken te zijn. Onderzoek heeft bijvoorbeeld uitgewezen dat niet elke CEO in dezelfde mate gevoelig is voor het ‘incentive effect’ – sommige CEO’s zullen zich heel erg richten op dat gedrag dat hen in staat stelt een extra bonus te verdienen, terwijl dezelfde bonus minder effect heeft op het gedrag van andere CEO’s.¹⁶ Dat kan, bijvoorbeeld, te maken hebben met de waarden en motieven van die CEO – bestuurders die meer gedreven worden door materialistische waarden zullen bijvoorbeeld typisch heel gevoelig zijn voor dit soort beloning. Ook het effect van toezicht moet in context worden gezien; niet alle bestuurders zijn in dezelfde mate ‘stuurbaar’. Ook dat kan afhangen van persoonlijke kenmerken van die bestuurders, zoals waarden en motieven, maar het kan ook verschillen op basis van de specifieke omstandigheden in het bedrijf. Bijvoorbeeld, in een Amerikaanse setting is er vaak sprake van ‘CEO duality’ – dat wil zeggen, wanneer de bestuurder de rol van CEO combineert met die van voorzitter van de RvC (‘board of directors’). In zulke gevallen is de rol van ‘monitoring’ door de RvC in het sturen van de CEO dan ook meer beperkt.

Even terugkerend naar de waarden en motieven van CEO’s: op basis van neurowetenschappelijk onderzoek is vastgesteld dat in beslissingen m.b.t. ethische kwesties voornamelijk individuen die sterk gedreven worden door eigenbelang (‘self-regarding values’) stuurbaar zijn door beloningen of sancties (monetair of sociaal), veel meer dan zij die sterk gedreven worden door de belangen van anderen (‘other-regarding values’).¹⁷ Deze verschillen in waarden zijn zelfs zichtbaar in de hersenen, d.m.v. verschillende patronen van neurale activatie wanneer mensen beslissingen moeten nemen. In de praktijk werken deze ‘sociale waarden’ als een kompas waardoor individuen zich laten leiden in complexe beslissingssituaties. In

15 K.M. Eisenhardt, ‘Agency theory: An assessment and review’, *Academy of Management Review* 1989, 14, p. 57-74.

16 A.J. Wowak & D.C. Hambrick, ‘A model of person-pay interaction: How executives vary in their responses to compensation arrangements’, *Strategic Management Journal* 2010, 31, p. 803-821.

17 C. Boone et al., ‘A neuroscience-based model of why and when CEO social values affect investments in corporate social responsibility’, *Leadership Quarterly*, 2022, 33, 101386, p. 1-13.

een conceptuele studie¹⁷ vertalen we dit naar een context waarbij CEO's moeten beslissen over het investeren in MVO. Op basis van het neurowetenschappelijke onderzoek verwachten we dat CEO's met hoge 'other-regarding values' intrinsiek gemotiveerd zijn om te investeren in MVO, en niet zozeer gedreven worden door beloningen of sancties. CEO's met hoge 'self-regarding values', daarentegen, zullen net sterk gestuurd worden door beloningen of sancties in hun beslissingen – zij zullen niet uit zichzelf investeren in MVO, maar wel wanneer ze extrinsiek gemotiveerd zijn, en ze er dus persoonlijk baat bij hebben (door de sancties of beloningen).

In wat volgt zoomen we in op specifieke bevindingen uit wetenschappelijk onderzoek voor de twee belangrijkste corporate governance praktijken: (1) beloning en (2) toezicht.

3.1 Beloning

In de eerdergenoemde studie naar narcisme bij de CEO¹⁰ werd, zoals hierboven al kort genoemd werd, ook gekeken naar de invloed van beloningspakketten. Meer in het bijzonder vonden we in deze studie dat het effect van narcisme bij CEO's op risicogedrag van hun banken nog sterker werd wanneer deze CEO's een groter deel van hun loon in aandelenopties verkregen (zie Tabel 1). In het algemeen kunnen we verwachten dat aandelenopties risicogedrag stimuleren, omdat ze asymmetrisch zijn – dat wil zeggen, CEO's kunnen de vruchten plukken (en hun aandelenoptie uitoefenen) wanneer de organisatie goed presteert, maar worden niet afgestraft wanneer de organisatie slechte prestaties behaalt (dan oefenen ze de optie niet uit). Dit kan ertoe leiden dat CEO's meer geneigd zijn zich in te laten met strategieën die het potentieel, maar niet de garantie, van grote winsten bieden, zoals strategieën die grotere risico's inhouden. En dat verhoogde risicogedrag bij aandelenopties is nog sterker aanwezig bij meer narcistische CEO's, vanwege de specifieke kenmerken van narcisme. Meer specifiek, narcisten zijn in het algemeen sterk gedreven door een focus op individuele welvaart en persoonlijke materiële rijkdom. Daarnaast worden narcisten ook gekenmerkt door een heel hoog zelfvertrouwen en een hoge inschatting van de eigen capaciteiten, waardoor ze de gevolgen van de genomen risico's eerder positief inschatten.

In de studie¹³ naar hebzucht bij CEO's vonden we een gelijkaardig effect: hebzuchtige CEO's zijn nóg minder geneigd te investeren in MVO wanneer ze voor een groter gedeelte worden uitbetaald in bonussen (zie Tabel 3). Zulke bonussen zijn resultaatgerichte instrumenten die typisch de beloning van de CEO koppelen aan financiële doelstellingen op de korte termijn. Net zoals aandelenopties hebben ze een asymmetrische natuur: CEO's worden beloond voor het bereiken van prestatiedoelstellingen aan het einde van het jaar, maar ze worden niet gestraft voor het niet behalen ervan. Dit vormt een sterke stimulans voor (hebzuchtige) CEO's om de bedrijfsprestaties op korte termijn op te drijven en zo hun persoonlijke rijkdom te maximaliseren. Omdat investeren in MVO typisch pas op de lange termijn financiële voordelen oplevert, wordt dit niet gestimuleerd door zulke bonussen. En voornamelijk

lijk CEO's die sterk gedreven worden door een verlangen om persoonlijke rijkdom te vergaren – zoals hebzuchtige CEO's – zullen daarom focussen op strategische acties die op korte termijn de financiële prestaties van het bedrijf verhogen wanneer hun beloning voor een groter gedeelte uit bonussen bestaat.

Dit alles sluit aan bij de bovengenoemde studie¹⁷ op basis van neurowetenschappelijk onderzoek, waarin we stelden dat voornamelijk CEO's met hoge 'self-regarding values' sterk gedreven zullen worden door specifieke beloningspakketten, bijvoorbeeld bij beslissingen omtrent investeren in MVO. Daarnaast beargumenteerden we in deze studie ook dat zulke zelfzuchtige CEO's aangezet zouden kunnen worden voor meer ethisch gedrag (concreet: hogere investeringen in MVO) door middel van specifieke beloningspakketten die dit soort gedrag stimuleren. Zo is er recent meer aandacht voor het zogenaamde 'CSR contracting', of het integreren van MVO-criteria in de beloning. Concreet betekent dit dat het loon van de CEO gekoppeld wordt aan diverse resultaten op het gebied van sociale en milieudoelstellingen, zoals bijvoorbeeld de uitstoot van CO₂ of werknemerstevredenheid. Zo vormt 'CSR contracting' een directe stimulans voor CEO's om de belangen van diverse stakeholders te behartigen bij strategische beslissingen, en te investeren in MVO. Ook zogenaamde 'restricted stocks' zijn componenten van de beloning die strategische acties op de langere termijn (zoals investeren in MVO) kunnen stimuleren bij CEO's. 'Restricted stocks' zijn namelijk aandelen die de CEO niet meteen kan uitoefenen, maar pas na enkele jaren. In die zin wordt met 'restricted stocks' een deel van het vermogen van de CEO dus gekoppeld aan de prestaties van het bedrijf op de langere termijn.

Echter, in de studie¹³ naar hebzucht bij CEO's konden we deze stelling niet empirisch onderbouwen. We vonden namelijk geen significant interactie-effect voor 'restricted stocks' (zie Tabel 3). Dat wil zeggen, we vonden niet dat 'restricted stocks' het gedrag van hebzuchtige CEO's inperkte met betrekking tot investeren in MVO. We vonden wel consequent een positief direct effect van deze 'restricted stocks' op MVO, maar we vonden niet dat dit type beloning ervoor zorgde dat hebzuchtige CEO's meer gingen investeren in MVO. Een mogelijke verklaring zou kunnen zijn dat hebzuchtige CEO's misschien wel gevoeliger zijn voor dergelijke beloningspakketten die een focus op de langere termijn stimuleren, maar dat dit zich vervolgens uit in andere types strategische acties voor de lange termijn, zoals investeringen in R&D, of kapitaaluitgaven. Een pessimistischere verklaring is natuurlijk dat hebzuchtige CEO's dan misschien toch niet ingetoomd kunnen worden door dit type langetermijnbeloning.

3.2 Toezicht

Buiten beloning is 'monitoring' of het houden van toezicht een belangrijke corporate governance praktijk die vaak naar voren wordt geschoven als 'tegengif' voor ongewenst gedrag van bestuurders. De idee hierachter is dat goed toezicht ervoor zorgt dat de 'managerial discretion' – de vrijheidsgraden die managers hebben om te doen wat ze zelf willen – beperkt worden door effectief toezicht. Maar wat dan

precies ‘effectief toezicht’ inhoudt, is niet altijd even duidelijk. In de studie naar CEO-narcisme hebben we hiervoor gekeken naar de achtergrond van de leden van de ‘board of directors’ – te vergelijken met commissarissen in de RvC in het Nederlandse systeem; alleen kan de ‘board of directors’ in een Amerikaanse setting zowel leden bevatten die in loondienst zijn van het bedrijf (‘executive directors’) als externe leden (‘non-executive directors’). We vonden dat het narcistische, roekeloze gedrag van CEO’s enigszins ingeperkt kan worden wanneer er in de ‘board of directors’ autonome experts zetelen – die dus tegelijkertijd onafhankelijk zijn van het bedrijf (niet in loondienst) én relevante expertise hebben (meer specifiek, ervaring hebben in de sector; hier: eerder hebben gewerkt in de bankenwereld). Deze leden van de ‘board of directors’ bleken zowel voldoende ‘outsider’ om tegengas te geven tegen de CEO, als voldoende deskundig om het zeer complexe en weinig transparante karakter van banken voldoende te begrijpen.

In de studie op basis van neurowetenschappelijk onderzoek¹⁷ werd daarnaast ook gesteld dat ‘toezicht’ niet altijd vanuit de ‘board of directors’ dient te komen. Dit valt niet helemaal binnen de corporate governance praktijken, maar voornamelijk zelfzuchtige CEO’s zijn ook heel gevoelig voor publieke lof en reputatie. Om druk uit te oefenen op bedrijven kunnen stakeholders zoals NGO’s, de media, de regering, sociale bewegingen en gemeenschappen bijvoorbeeld een negatief beeld doorgeven van het bedrijf aan een breder publiek (of dreigen om dit te doen), waardoor schade wordt toegebracht aan het publieke imago van het bedrijf. Dit kan tastbare gevolgen hebben voor bedrijven, zoals klanten die zich terugtrekken of wetgeving die wordt aangepast, of zelfs boycotts. Aangezien CEO’s met hoge ‘other-regarding values’ al intrinsiek gemotiveerd zijn om rekening te houden met de belangen van verschillende stakeholders, zullen voornamelijk CEO’s met hoge ‘self-regarding values’ gevoelig zijn voor dergelijke druk van externe partijen.

4. Conclusies en lessen voor de toekomst

Uit het bovenstaande kunnen we opmaken dat bestuurders, of toch hun specifieke trekken, er heel erg toe doen, en een belangrijke rol spelen in het bepalen van de prestaties en veerkracht van bedrijven. Teruggrijpend naar de quote van Paul Polman aan de start van dit artikel: *‘Uiteindelijk draait alles om leiderschap.’* Leiderschap draait om de leiders, inclusief hun specifieke trekken, waar RvC’s rekening mee zouden moeten houden, naast hun competenties en ervaring.

Bestuurders worden gedreven door hun persoonlijkheidskenmerken, motieven en waarden, zoals bijvoorbeeld narcisme, hebzucht en eigenbelang (‘self-regarding values’), wat op korte termijn implicaties heeft voor de strategische beslissingen die ze nemen en de richting die ze de organisatie uitsturen. Op langere termijn zien we de gevolgen van deze kenmerken, motieven en waarden van de bestuurder weerspiegeld in de resilience van het bedrijf. Dit houdt ook in dat wanneer een crisis of shock uitbreekt, het eigenlijk al te laat is. De hierboven genoemde studies tonen

aan dat wie de CEO was van het bedrijf vóór de crisis een belangrijk effect heeft op wat er tijdens en ná de crisis gebeurt. Bijvoorbeeld, de klap van de financiële crisis van 2008 was groot voor alle bedrijven, maar organisaties die meer risico hadden genomen of minder hadden geïnvesteerd in MVO (door een narcistische of hebzuchtige CEO) herstelden minder snel van die klap.

We vonden verder dat corporate governance praktijken zo ingericht kunnen worden dat ze schadelijk gedrag van CEO's kunnen beperken, bijvoorbeeld door toezicht op een goede manier op te zetten. Maar daarnaast was een belangrijke conclusie van het onderzoek dat corporate governance praktijken ook kunnen zorgen voor 'gevaarlijke cocktail': specifieke beloningspakketten, zoals aandelenopties of bonussen gericht op kortetermijnprestaties, of een gebrek aan toezicht van autonome experts, kunnen zelfzuchtige motieven van bestuurders nog verder aanmoedigen, of falen om ze in te perken. Dus, de motieven van deze CEO's en de corporate governance praktijken versterken elkaar, wat het bedrijf nóg kwetsbaarder maakt wanneer een crisis of shock losbarst.

De huidige en toekomstige crisissen zijn natuurlijk niet een-op-een te vergelijken met de financiële crisis van 2008, maar de bevindingen van deze studies geven wel belangrijke lessen mee. In het algemeen vinden we dat sommige CEO's, bijvoorbeeld door hun narcistische of hebzuchtige motieven, vooral kortetermijnwinsten nastreven. Hoewel het natuurlijk belangrijk is om ook op korte termijn te overleven (en dit streven vaak ook door activistische aandeelhouders wordt aangemoedigd), blijft het (mede) de verantwoordelijkheid van de CEO om op een gebalanceerde manier om te springen met zulke druk, de lange termijn niet uit het oog te verliezen, en de veerkracht van hun bedrijf te behouden om eventuele shocks en crisissen het hoofd te kunnen bieden.

