



Performance management:  
**INGRIJPEN OP  
TOPBELONINGEN  
IS ONVERSTANDIG**

Onze geschiedenis is geplaveid met ten onrechte veronderstelde verbanden. De laatste zondebok heet 'prestatiebeloning', die de schuld krijgt van de huidige crisis. Maar bewijs hiervoor bestaat er niet. Sterker nog, het is volkomen onlogisch aan te nemen dat ondernemingen beloningssystemen zouden kiezen die leiden tot waardevernietiging. Immers, bedrijven die deze praktijk aanhangen leggen het af tegen bedrijven met goede beloningssystemen. Uit onderzoek blijkt dan ook dat bedrijven beloningssystemen verstandig kiezen. De huidige beloningsdiscussie is slechts ingegeven door de wil om het onverklaarde een plaats te geven. De kredietcrisis noch de economische crisis hebben iets van doen met de beloningssystemen. De commissie Frijns slaat volledig de plank mis door aan bedrijven op te leggen af te zien van hoge ontslagvergoedingen en hen te dwingen zich op de lange termijn te richten met betrekking tot de beloning. Bedrijven doen dat vanzelf! Maximering van beloning werkt slechts averechts.

**Jan Bouwens:** Mensen hebben een hekel aan het onverklaarde. Om die reden zoeken we naar verklaringen voor onbegrepen verschijnselen. Die eigenschap levert uitvindingen op. Zo vonden we dat wind een molen kan voortstuwen en dat we met kokend water enorme krachten kunnen oproepen.

De wil tot verklaren kent ook zijn schaduwzijde. Ons waarnemingsvermogen laat ons nogal eens in de steek. In een experiment toonde psycholoog Julian Feldman (1962) aan dat mensen niet-bestaande patronen ontdekken ter verklaring van hun waarneming. Hij liet daartoe 200 nullen en enen voorbijkomen aan de deelnemers. Zij kregen per getallenreeks de opdracht om te voorspellen of het volgende getal een nul of een één zou zijn. Zij gaven aan patronen te hebben waargenomen op basis waarvan zij voorspellingen maakten. De getallen in het experiment trokken echter in een volkomen willekeurige volgorde aan de deelnemers voorbij. Er was dus geen patroon.

Zoeken naar patronen kan ook gevaarlijke vormen aannemen, namelijk die van de zondebok. Tijdens de renaissance werden heksen verbrand,

omdat men indertijd slechte gebeurtenissen aan de duivel toedichtte. We dachten toen dat de duivel wereldheerschappij probeerde te verwerven via heksen. Door verbranding konden we deze poging verijdelen. Onze geschiedenis is geplaveid met ten onrechte veronderstelde verbanden. De laatste zondebok heet 'beloning' van managers.

### **Kredietcrisis en beloning**

De behoefte om de kredietcrisis te verklaren is enorm. De oplossing van velen luidt dat exorbitante beloningen voor (bank)managers verboden moeten worden. De overheid doet eraan mee door van bankmanagers te eisen met onmiddellijke ingang van elke prestatieafhankelijke beloning af te zien. Onlangs leidde deze eis tot Kamervragen toen bleek dat Fortis bindingspremies had betaald aan op korte termijn onvervangbare managers die dreigden de benen te nemen. Sweder van Wijnbergen stelde op 11 oktober jl. in *NRC Handelsblad* het volgende.

*'Speciaal in de zakenbankwereld heeft "management pay" groteske proporties aangenomen. De Harvard jurist Lucian Bebchuk schreef samen met Jesse Fried onlangs in het fraaie boek*

*Pay without performance dat het enige model dat dit kan verklaren, is een puur hebzucht model: managers graaien zoveel mogelijk, met als enige rem publiek schandaal; aangezien niemand begrijpt wat er binnen zakenbanken gebeurt, kan het daar verder uit de hand lopen.'*

Echter, hij ziet er geen been in de beloning op te voeren ter verklaring van de kredietcrisis.

*'... corporate governance en management incentives spelen een rol, maar een relatief perifere.'*

Kees Cools (lid van de commissie Frijns) legt in de Volkskrant op 24 oktober jl. wel de schuld bij beloning.

*'Mensen harder laten lopen in de goede richting, is het doel van prestatiebeloning. In de praktijk zorgt al te forse prestatiebeloning er echter voor dat mensen te hard lopen in de verkeerde richting. US\$ 60 miljoen cash in 8 jaar tijd en US\$ 250 miljoen in aandelen voor de CEO van Lehman, inmiddels ten onder gegaan aan ongecontroleerde leverage, risico's en bonussen, is daarvan een schrijnend voorbeeld.'*

Maar hoe weten we of beloning al of niet de oorzaak is van de kredietcrisis? Om hiervoor aanwijzingen te vinden wil ik een aantal onderzoeken naar beloning en fraude de revue laten passeren.

### **Bedrijven kiezen passende beloningssystemen**

De economen Armstrong, Jagolinzer en Larcker (2008) bespreken recente studies naar de relatie tussen eigenvermogengerelateerde prikkels en accountinggerelateerde onregelmatigheden. De auteurs stellen vast dat ondanks de overlap tussen de studies het opvallend is dat tegenstrijdige resultaten worden gevonden.

De studie van Johnson, Ryan en Tian (2006) laat zien dat er een sterke positieve associatie bestaat tussen vrij verhandelbare aandelen die de managers aanhouden en accountingfraude. Echter, Erickson, Hanlon en Maydew (2006) vinden geen enkele statistische relatie tussen aandeelgerelateerde prikkels en accountingfraude. De studies van Baber, Kang en Liang (2007) en van Harris en Bromiley (2006) onderzoeken beide de associatie tussen aandeelgerelateerde prikkels en herziening van jaarrekeningen (accounting restatements). Hun gegevens verschillen in het aantal observaties maar bestrijken exact dezelfde jaren. Hun resultaten zijn volledig tegenstrijdig. Harris en Bromiley (2006) rapporteren een

positieve relatie tussen herziening van de jaarrekening en de verhouding tussen optiebeloning en totale beloning, terwijl Baber, Kang en Liang (2007) deze associatie in het geheel niet terugvinden.

Deze tegenstrijdige uitkomsten laten zien dat het bijzonder moeilijk is onregelmatigheden in de accountingpraktijk aan beloning te koppelen. De meeste studies beweren samen met de deelnemers aan het maatschappelijk debat dat sterke beloningsprikkels managers een motief geven de winst te manipuleren teneinde de waarde van de door hen aangehouden aandelen te vergroten. Echter, de raad van commissarissen kan deze motieven doorzien en erop reageren met versterkt toezicht. Als dat het geval is, vinden we geen relatie tussen aandelengerelateerde beloning en onregelmatigheden in de administratie. Bovendien verwachten we dat managers die grote pakketten aandelen (moeten) aanhouden dezelfde langetermijndoelen hebben als de aandeelhouder en de onderneming. We zouden dan juist de tegengestelde relatie vinden tussen administratieve onregelmatigheden en sterke incentives. De vraag is dan waarom deze tegenstrijdige resultaten worden gevonden. Wel, Armstrong et al. (2008) laten zien dat de gehanteerde statistische benadering van bovengenoemde onderzoeken de kans vrij groot maakt dat een resultaat wordt gevonden zonder dat hier sprake van is. Zij richtten zich daarom op de vraag of prikkels juist met een sterke toezicht- en beheersstructuur verbonden zijn en of fraude afneemt als de contracten de blik op de lange termijn zetten. Wat zij vinden zal menig criticus van prestatiebeloningen verrassen. Zij vinden dat – in tegenstelling tot wat vaak voetstoots wordt aangenomen – personeelsopties geen oorzaak zijn van fraude. Op basis van een steekproef van fraudegevallen in de Verenigde Staten in de periode 2001-2005 blijkt dat personeelsopties en aandelenpakketten voor topmanagers juist bijdragen aan betere corporate governance en minder fraude. Prikkels zijn dus goed als ze worden ingezet!

### **En er is meer**

Samen met mijn promovendus Peter Kroos deed ik onderzoek in het Verenigd Koninkrijk naar CEO-wisselingen. Specifiek keken we naar CEO's die van binnenuit de onderneming en van buitenaf worden benoemd. Onze hypothese luidt dat managers die van buiten komen het liefst op korte termijn resultaten laten zien omdat ze een record moeten neer-

# ‘Onze geschiedenis is geplaveid met ten onrechte veronderstelde verbanden’

zetten binnen het bedrijf. Bovendien zijn zij aantoonbaar in staat van onderneming te wisselen. Zij kunnen dus makkelijk de organisatie verlaten mocht het in hun ogen misgaan. Voor de managers die intern carrière maken gelden deze kenmerken niet en zij zijn daarom naar verwachting minder op de korte termijn gericht. We hebben gekeken naar de beloningscontracten voor intern benoemde en van extern benoemde managers. Wat blijkt? De contracten van de extern benoemde managers bevatten een hele reeks voorzieningen die ervoor zorgen dat de managers zich op de lange termijn richten. Kortetermijnbeloning vinden we vooral terug voor de manager die intern wordt benoemd.

De resultaten bevestigen onze theorie en zijn consistent met Armstrong, Jagolinzer en Larcker (2008). Kortom, tegen de communis opinio in laten al deze onderzoeken zien dat bedrijven wel degelijk verstandig met beloningscontracten omgaan!

## En er is nog meer: hoge beloningen zijn perfect verklaard

Een veelgehoorde klacht in Nederland en daarbuiten luidt dat CEO's overbetaald worden. De oude garde spreekt zelfs in de landelijke dagbladen en op tv schande van de graaizucht van hun opvolgers. Die kritiek is niet terecht.

Laten we deze omstreden beloningsniveaus eens emotioneel bezien. De waarde van de bedrijven is verzesvoudigd de afgelopen dertig jaar en de salarissen hebben met deze verzesvoudiging gelijke tred gehouden. Onderzoek van Gabaix en Landier (2008) vindt bijna perfecte verbanden. Zij treffen deze verbanden aan bij zowel Amerikaanse ondernemingen als in een dwarsdoorsnede van internationaal opererende bedrijven. In de USA worden de hoogste salarissen betaald omdat we daar de grootste bedrijven aantreffen. Omvang is dan gemeten in de marktwaarde van het vermogen, de verkopen en de winst.

Opnieuw, als we afstand nemen van alle emotie, kunnen we deze stijging billijken. Want, naarmate bedrijven groter worden, dienen zich meer vragers aan voor schaars talent dat een zo groot bedrijf kan besturen. Dit leidt er zelfs toe dat grote, sterke bedrijven relatief meer betalen dan hun kleinere even-

knieën. Zelfs na correctie voor de bedrijfsomvang verdienen de managers van grote bedrijven meer. Het salarisverschil kan dus verklaard worden uit schaarste. Dat neemt niet weg dat er verschillen optreden. Banken, ICT-sector en zakelijke dienstverleners lijken meer te betalen aan CEO's dan strikt noodzakelijk. Ook is het een feit dat meer betalen niet per se betekent dat veel meer waarde wordt gecreëerd. Als we, naar omvang van de onderneming, de CEO van nummer 250 verwisselen voor de nummer 1 winnen we slechts 0,014 procent in waardecreatie. Dit gaat echter om bedrijven met een waarde die in de miljarden loopt waardoor het hogere salaris hierbij in het niet valt.

Dit grote salarisverschil kunnen we verder duiden als we dieper nadenken over hoe in bedrijven waarde ontstaat. Als we een groot bedrijf hebben waar alle activiteiten volkomen van elkaar verschillen, zijn vondsten van de CEO en de overige leden van het managementteam alleen interessant voor individuele eenheden van het bedrijf. In dat geval dienen we een veelzijdige manager te vinden. Zo gauw er veel synergiepotentie bestaat tussen eenheden, is een vondst voordelig voor alle delen van het bedrijf. Zowel grote conglomeraten als bedrijven met een grotere synergiepotentie vergen slimmere managers die beter betaald worden omdat ze zeldzaam zijn!

Een effect dat we ook gezien hebben de afgelopen jaren is dat de welvaart van de manager niet alleen wordt bepaald door bonussen maar ook door de ontwikkeling van de prijs van het aandeel. Als de welvaart van managers in toenemende mate afhangt van de prijs van het aandeel, neemt het risico waaraan zij blootstaan gelijktijdig toe.

Alle morele oproepen ten spijt kunnen we de enorme salarisstijgingen dus perfect verklaren uit schaarste en risicovergroting. De conclusie luidt dan ook dat zolang de bedrijven groter worden de beloning van de manager zal blijven stijgen.

## En er is nog meer: afkooppremies zijn goed

Daimler Benz verwierf Chrysler in 1998 voor \$37 mrd. en deed 80% van de aandelen onlangs van de hand voor \$3,7 mrd. In zulke omstandigheden hebben eigenaren er veel geld voor over de economische waarheid snel aan het licht te krijgen. Probleem voor de eigenaren is dat alleen de managers de economische waarheid afdoende kennen. Deze managers vinden het moeilijk om de ondeugdelijk-

# ‘De enorme salarisstijgingen zijn perfect te verklaren uit schaarste en risicovergroting’

heid van hun investeringsprojecten tijdig toe te geven. Psychologische hobbels als ontslagkans en reputatieverlies vormen barrières. Om hen ertoe over te halen de waarheid aan het licht te brengen, betalen bedrijven forse vergoedingen. Anderzijds hebben bedrijven er veel geld voor over managers op waardevolle projecten te zetten. Onderzoek van Eisfeldt en Rampini (2008) levert de bewijzen.

Verschuivingen blijken sterk anticyclisch te verlopen. Dat wil zeggen: bedrijven beëindigen improductieve projecten vaker bij hoog- dan bij laagconjunctuur. Dit heeft te maken met de financiering van de beloningen.

Bij hoogconjunctuur krijgen productieve managers steeds meer nieuwe projecten met bijbehorende inkomensverbeteringen. Zo kan het bedrijf de totale bonus beperken om het bespaarde deel te besteden aan managers die improductieve projecten leiden. Met deze beloning stimuleert het bedrijf de manager met slechte projecten om de waarheid aan het licht te brengen.

In laagconjunctuur vallen er minder nieuwe projecten toe aan managers met productieve projecten, wat de kortingsmogelijkheid op hun bonus beperkt. Om de improductieve managers bij laagconjunctuur te overtuigen, komt het geld dan dus ten laste van de belegger. Dat is een dure oplossing. We zien dan ook dat projecten en managers vooral worden vervangen tijdens hoogconjunctuur en veel minder in laagconjunctuur. Uit deze bevindingen blijkt dat bedrijven gevoelig zijn voor de hoogte van de uitgaven nodig om improductieve projecten te identificeren en af te stoten.

Vanuit de EU werd het bedrijfsleven dit jaar opgeroepen afstand te nemen van hoge prestatieafhankelijke beloningen. Als mogelijke maatregel dient het idee van ons kabinet dat overweegt werkgemers te belasten met 30% als zij hun vertrekkende werknemers meer dan een jaarsalaris meegeven. Tevens wil het kabinet bedrijven met 15% belasten voor het bedrag waarmee zij het opgebouwde pensioen aanvullen.

De eerste betaling is echter bedoeld om managers zo snel mogelijk te laten toegeven dat ze een slecht project leiden. Met de tweede betaling haalt het bedrijf zo snel mogelijk de beste managers naar zijn dure projecten. Frijns wil nu de hoogte van de vergoeding aftoppen. In het licht van deze studies houdt opvolging van deze richtlijn noodzakelijke reorganisatie op!

## Conclusie: Beloning inperken via regelgeving is onverstandig

Er is geen enkele reden om aan te nemen dat ondernemingen de beloning voor de raden van bestuur slecht regelen. Integendeel, wetenschappelijk onderzoek wijst in de richting van een efficiënte organisatie. De commissie Frijns wil dat de beloning zich richt op de lange termijn. Zoals hierboven blijkt doen bedrijven dit reeds lang als zij dat nodig vinden. Het is beter dat Frijns zich richt op openbaarmaking dan op ongevroegde adviezen. Voor je het weet ontketent zijn commissie een heksenjacht op beloningssystemen die zorgvuldig werden gekozen. Openbaarmaking is goed omdat de markt dan niet hoeft in te prijzen dat het mogelijk fout zit met de beloning.

### Referenties

- ~ Armstrong, C.S., A.D. Jagolinzer en D.F. Larcker (2008). *Chief Executive Officer Equity Incentives and Accounting Irregularities*.
- ~ Baber, W., S. Kang en L. Liang (2007). *Shareholder Rights, Corporate Governance and Accounting Restatement*, Working paper, Georgetown University.
- ~ Bebchuk, L. en J. Fried (2004). *Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation*, Cambridge, MA, Harvard University Press.
- ~ Bouwens, J. en P. Kroos, *Managerial horizon and the choice for insiders versus outsiders: evidence from compensation structures of CEO successors*, Working paper Tilburg University.
- ~ Eisfeldt, A. en A. Rampini (2008). *Managerial incentives, capital reallocation and the business cycle*, *Journal of Financial Economics*.
- ~ Erickson, M., M. Hanlon en E.L. Maydew (2006). *Is There a Link between Executive Equity Incentives and Accounting Fraud?* *Journal of Accounting Research*, 44, 113-143.
- ~ Feldman, J. (1962). *Computer Simulation of Cognitive Processes*. In: H. Borko (ed.), *Computer Applications in the Behavioral Sciences*, Prentice Hall.
- ~ Gabaix, X. en A. Landier (2008). *Why has ceo pay increased so much?* *The Quarterly Journal of Economics*, February, pp. 49-100.
- ~ Harris J. en P. Bromiley (2007). *Incentives to Cheat: The Influence of Executive Compensation and Firm Performance on Financial Misrepresentation*, *Organizational Science*, 18, 350-367.
- ~ Johnson, S.A., H.E. Ryan en Y.S. Tian (2007). *Managerial Incentives and Corporate Fraud: The Sources of Incentives Matters*, Working paper, Texas A & M University.