Equity-based bestuurdersbeloningen en earnings management

Een onderzoek naar de invloed van equity-based bestuurdersbeloningen op het gebruik van earnings management door bestuurders van de Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen

Naam: Olesia Olenitsjeva

ANR: 311638

Inleverdatum: 12-06-2009

Universiteit van Tilburg

Begeleider: Dr. M.F.C.M. Wijn

Departement Accountancy

Inhoudsopgave

	Blz.
1. Introductie	**3**
1.1 Onderwerp	4
1.2 Probleemstelling	5
1.3 Onderzoeksopzet	5
1.4 Verwachte resultaten	5
1.5 Relevantie	5
1.6 Opzet	5
2. Literatuur	**6**
2.1 Earnings management	6
2.1.1 Definitie	6
2.1.2 Motivaties voor earnings management	6
2.1.3 Meten van earnings management	8
2.2 Bestuurdersbeloningen	9
2.2.1 Agency theorie	9
2.2.2 Eerder onderzoek	10
2.2.3 Nederlandse Corporate Governance Code	11
2.3 Relatie tussen bestuurders beloningen en earnings management	11
3. Hypothesen	**14**
4. De onderzoeksmethode	**15**
4.1 Dataverzameling	15
4.2 Methode	15
4.2.1Bepaling van de afhankelijke variabele earnings management	16
4.2.2 Controle variabelen	17
5. Resultaten	**18**
5.1Beschrijvende statistieken	18
5.2 Regressieanalyse	19
6. Conclusie	**21**
6.1 Conclusie	21
6.2 Beperkingen	22
6.3 Aanbevelingen	22
7. Literatuurlijst	**23**

1. Introductie

In dit hoofdstuk worden het onderwerp van deze thesis en daarmee samenhangende probleemstelling geïntroduceerd. Daarna zal de onderzoeksmethode, verwachte resultaten, relevantie en opzet van deze thesis aan de orde komen.

1.1. Onderwerp

De laatste twee decennia is de zogenaamde equity-based bestuurdersbeloning, bestaande uit aandelen en optiebeloning, enorm gestegen. In 2001 bestond de gemiddelde beloning van de bestuurders in de VS voor 76% uit aandelen en opties (Bebchuk & Grinstein, 2005)[1]. In Nederland beloonde 35.3% van de beursgenoteerde bedrijven hun bestuurders met aandelen en 66.2% met opties in 2004 (Swagerman & Terpstra, 2007). Deze beloningsvormen zijn voornamelijk geïntroduceerd om het belangenconflict ofwel agency probleem tussen de aandeelhouders en de bestuurders van een onderneming op te lossen. Volgens agency theorie ontstaat er een belangenconflict tussen de principaal (aandeelhouder) en agent (bestuurder) wanneer de ene partij beter geïnformeerd is dan de andere. In het conflict tussen de aandeelhouders en bestuurders zijn de aandeelhouders degene die niet over alle informatie beschikken (Parks & Conlon, 1995). Dat komt doordat de investeringsmogelijkheden en de handelingen van de bestuurders niet goed observeerbaar zijn. Vaak zijn de aandeelhouders niet bekend met de handelingen die bestuurders kunnen verrichten en welke van deze handelingen de welvaart van de aandeelhouders vergroot. Wanneer deze situatie zich voordoet moeten bestuurdersbeloningen volgens de agency theorie zo moeten worden ontworpen dat bestuurders geprikkeld worden om handelingen te verrichten die de welvaart van de aandeelhouders vergroten (Jensen & Murphy, 1990). Om deze reden worden de bestuurdersbeloningen voor een deel gekoppeld aan de prestaties van de onderneming. Daarnaast kunnen de bestuurdersbeloningen volgens Fama en Jensen (1983) ook aan de output worden gekoppeld om bestuurders nog beter te motiveren in het belang van de aandeelhouders te handelen. Dat houdt in dat bestuurders bij een goede prestatie aandelen in eigen onderneming krijgen. Eerder onderzoek op dit gebied heeft tevens aangetoond dat equity-based beloning bestuurders motiveert beslissingen te nemen die de winst van de aandeelhouders maximaliseren (Jensen & Meckling, 1976).

Er is echter ook veel kritiek geweest op de equity-based beloning zowel van de financiële pers als van beleggers[2]. Er werd gesuggereerd dat equity-based beloning bestuurders aanzet tot het manipuleren van earnings ofwel earnings management. Burns en Kedia (2003) definiëren earnings management als: *"aggressive accounting practices may allow managers to prop up the share price by reporting performance estimates that do not accurately reflect the firm's underlying economics"*. Uit

[1] Zie Bijlagen Tabel 1 voor de waarden van equity-based beloningen over de jaren 1993-2003 van de aan S&P 500 index genoteerde bedrijven .

[2] Zie bijvoorbeeld het artikel van G. Morgenson in New York Times van 9 Januari 2006: "Options packages encourage executives to fiddle books."

eerder onderzoek naar earnings management blijkt dat bestuurders het resultaat van eigen onderneming manipuleren om in aanmerking voor een hogere beloning te komen of om eigen welvaart te vergroten. De bonus plan hypothese van Healy (1985) geeft aan dat bestuurders gerapporteerde earnings manipuleren om de kans op een hogere bonus in de toekomst te vergroten. Beneish en Vargus (2002) vinden dat de perioden waarin bedrijven earnings management toepassen samenvallen met de verkoop van aandelen door de insiders. Dat wil zeggen dat bestuurders winst van een bepaalde periode hoger laten lijken dan het werkelijk is om de aandelenprijs te verhogen. Door eigen aandelen in zo een situatie te verkopen, kunnen bestuurders winsten realiseren. Baker, Collins en Reitenga (2003) zijn tot de conclusie gekomen dat bestuurders die in belangrijke mate optiebeloning ontvangen meer geneigd zijn om de resultaten te manipuleren.

De vele studies naar earnings management die in de voorbije jaren hebben plaats gevonden, zijn voornamelijk het gevolg geweest van de grote boekhoudschandalen aan het begin van de 20ste eeuw. De bekendste daarvan waren de boekhoudfraudes bij Worldcom en Enron. Beide bedrijven hadden hun winsten overdreven en waren daardoor failliet gegaan[3]. Deze schandalen gaven aanleiding tot verscherpte wetgeving op het gebied van boekhouding in de VS. In 2002 was de Sarbanes-Oxley wet in de VS ingevoerd. Deze maatregelen zijn ook door de Nederlandse overheid opgevolgd met als resultaat de invoering van de Nederlandse Corporate Governance Code in het jaar 2003. Deze gedragscode bevat onder andere regels over taak, werkwijze, hoogte en samenstelling van de beloning van de bestuurders van de beursgenoteerde vennootschappen. Het doel van de code is het vertrouwen van burgers en beleggers in het bedrijfsleven helpen herstellen[4].

1.2. Probleemstelling

Uit eerdere studies is gebleken dat bestuurdersbeloning invloed kan uitoefenen op het gebruik van earnings management. Aangezien equity-based beloning in steeds toenemende mate in het bedrijfsleven wordt toegepast, is het interessant om de link tussen equity-based beloning en earnings management te bestuderen. Eerder onderzoek op dit gebied heeft aangetoond dat de mate van earnings management hoger is bij bedrijven waarin bestuurdersbeloningen meer aan de waarde van de aandelen zijn gekoppeld (Bergstresser & Philippon, 2006). Of deze link ook bij de Nederlandse beursgenoteerde bedrijven aanwezig is, zal nog moeten worden onderzocht. Daarom luidt de vraag die in deze thesis centraal zal staan als volgt:

Welke invloed heeft het aandeel van de equity-based beloning in de totale bestuurdersbeloning op het gebruik van earnings management?

[3] Bron: Elsevier, oktober 2006.
[4] Bron: De Nederlandse Corporate Governance Code, 2003.

1.3. De onderzoeksmethode

In dit onderzoek wordt de relatie tussen de bestuurdersbeloningen en earnings management onderzocht. Dit zal door middel van de regressieanalyse worden gedaan. Hiervoor zijn twee hypothesen opgesteld, waarvoor equity-based beloning in aandelen en optiebeloning is opgesplitst. Er zijn verder gegevens van 20 Nederlandse beursgenoteerde bedrijven over de jaren 2002-2007 voor dit onderzoek verzameld. De waarde van earnings management is met behulp van het aangepaste Jones model van Dechow (1995) bepaald. Hiervoor benodigde data is afkomstig van de database REACH. Daarnaast is de hoogte van equity-based beloning van de website www.bestuursvoorzitter.nl verkregen.

1.4. Verwachte resultaten

Er wordt verwacht dat het aandeel equity-based beloning in de totale bestuurdersbeloning positieve invloed op het gebruik van earnings management zal hebben. Deze verwachting komt overeen met het al eerder verrichte onderzoek op dit gebied (Baker et al., 2003; Bergstresser & Philippon, 2006; Gao & Shrieves, 2002). Dat betekent dus dat er een positief verband wordt verwacht voor zowel het aandeel optie als het aandeel aandelenbeloning in de totale bestuurdersbeloning met earnings management.

1.5. Relevantie

Veel onderzoek dat in de afgelopen decennia naar earnings management gedaan is, heeft betrekking op de Verenigde Staten. In dit onderzoek zal de situatie in Nederland worden bekeken. De resultaten van dit onderzoek zouden voor de aandeelhouders en alle gebruikers van de jaarrekeningen van belang kunnen zijn. Een verklaring hiervoor is dat door het gebruik van earnings management zowel de aandelenprijzen als het rendement op aandelen kan worden beïnvloedt (Chan, Jegadeesh & Lakonishok, in Gao & Shrieves, 2002).

1.6. Indeling

Deze thesis is als volgt opgebouwd. In het tweede hoofdstuk zal al bestaande literatuur op het gebied van earnings management worden besproken. Daarnaast zullen ook de bestuurdersbeloningen in dit hoofdstuk aan de orde komen. Hoofdstuk 3 bevat de hypotheses die voor het beantwoorden van de hoofdvraag opgesteld zijn. In hoofdstuk 4 zal de onderzoeksmethode worden toegelicht. Hoofdstuk 5 zal aandacht aan de uitvoering van de regressieanalyse en de uitkomsten daarvan besteden. Tenslotte zal de conclusie van het onderzoek in hoofdstuk 6 worden gepresenteerd.

2. Literatuur

In dit hoofdstuk zal het bestaand onderzoek naar earnings management en bestuurdersbeloningen besproken worden. In paragraaf 2.1 zullen de definitie, motivering en modellen voor het meten van earnings management naar voren komen. In paragraaf 2.2 zullen de agency theorie, eerder onderzoek naar bestuurdersbeloningen en de Nederlandse Corporate Governance Code worden besproken. Tot slot zal in paragraaf 2.3 de relatie tussen bestuurdersbeloningen en earnings management worden toegelicht.

2.1. Earnings management

2.1.1. Definitie

Er zijn veel definities van earnings management. Een veelgebruikte definitie is van Healy en Wahlen (1999). Ze definiëren earnings management als het beïnvloeden van financiële verslaggeving door bestuurders om aandeelhouders te misleiden over de economische prestaties van de onderneming, of om contracten te beïnvloeden die afhankelijk zijn van de gerapporteerde resultaten. Earnings management wordt binnen de acceptabele accounting standaarden uitgevoerd, hoewel de scheidingslijn tussen earnings management en fraude erg vaag is.

2.1.2. Motivaties voor earnings management

Winst is een van de belangrijkste maatstaven voor beleggers om beslissingen te nemen en daarom is het van belang voor de beleggers of winsten gemanipuleerd worden (Van der Bauwhede, 2001). Er zijn aan een aantal redenen om de winsten te manipuleren. Hier zullen de belangrijkste motivaties voor earnings management besproken worden.

- Contractuele motieven (Healy, 1985; Sloan, 2003; Holthausen, Larker & Sloan, 1995; Guidry, Leone en Rock, 1999) of eigen belang. Accounting cijfers zijn belangrijk voor veel contracten. Een voorbeeld zijn de contracten van de bestuurders waarin de hoogte van bonussen gebaseerd is op winst van een bepaalde periode. Deze bonuscontracten hebben vaak een onder- en bovengrens. Hiermee wordt bedoeld dat bestuurder niet in aanmerking voor een bonus komt wanneer de winst lager is dan de vastgestelde ondergrens. Hij kan dan ook geen additionele bonus verkrijgen wanneer winst hoger is dan de bovengrens. Er wordt beweerd dat deze bonusconstructie bestuurders motiveert om gerapporteerde earnings manipuleren om hun beloning zo te maximaliseren (Healy, 1985). Wanneer winst van een periode te klein is om in aanmerking voor een bonus te komen, zullen bestuurders de gerapporteerde winst proberen hoger te laten lijken. In de situatie wanneer winst veel lager is dan de ondergrens of hoger is dan de bovengrens zijn bestuurders geneigd om de gerapporteerde earnings te verlagen. Een verklaring hiervoor is dat wanneer het bedrijfsresultaat te laag is om in aanmerking voor de

bonus te komen, dan zouden bestuurders zo veel mogelijk verliezen nemen om de kans van een gunstiger resultaat in de daarop volgende jaren te vergroten. Zo wordt de kans om in de toekomst een bonus te krijgen immers groter. Als het bedrijfsresultaat boven de bonusgrens zou vallen, heeft dat geen invloed op de hoogte van de bonus. Hierdoor zal de bestuurder de winsten naar de volgende jaren verschuiven om de kans op de toekomstige bonus te vergroten.

- De voorspellingen van de analisten en management nastreven (Healy en Wahlen, 1999). Wanneer de winsten van een bepaalde periode lager uitvallen dan het voorspeld was, noemt men het een negatieve earnings surprise. Het is door een aantal studies aangetoond dat bedrijven die met een negatieve earnings surprise te maken krijgen significante dalingen in aandelenprijs ondervinden (Skinner en Sloan, 2001; Kinney, Burgstahler en Martin, 2002). Daarentegen is er genoeg bewijs gevonden dat de markt erg positief reageert wanneer de voorspellingen behaald zijn (Bartov,Givoly en Hayn, 2002; DeFond en Park, 2000; Kasznik en McNichols, 2000; Lopez en Rees, 2000). Dat betekent dat het voor bestuurders van belang is om de voorspellingen van de analisten en management te kunnen behalen. Het niet behalen van de voorspellingen kan dus bestuurders motiveren om winsten te manipuleren. Het onderzoek naar dit verschijnsel toont aan dat bestuurders inderdaad winsten manipuleren om het gerapporteerde resultaat groter te laten lijken wanneer winsten lager zijn dan de voorspellingen van de analisten (Burgstahler en Eames, 1998). Ook blijken de winsten te worden gemanipuleerd wanneer het om de voorspellingen van management gaat (Kaznik, 1999).
- Verliezen en dalingen in winsten voorkomen (Burgsstahler en Dichev, 1997). Barth et al. (1995) beweren dat ondernemingen die voor een lange termijn toenemende winsten laten zien, een premium prijs voor hen aandelen vragen. Wanneer het patroon van toenemende winsten wordt onderbroken, verdwijnt ook de premium prijs. Ook DeAngelo et. al. (1996) vindt in haar onderzoek dat ondernemingen die het patroon van groeiende winsten onderbreken gemiddeld 14% negatief abnormaal rendement op aandelen ervaren. Deze bevindingen laten zien dat dalingen in winsten bestuurders kunnen motiveren om winsten te manipuleren. Ook kan de negatieve winstgevendheid leiden tot earnings management. Er wordt namelijk van de bedrijven verwacht dat ze met positieve informatie over winstgevendheid bij openbaring van nieuws, in de jaarrekeningen en in de media komen. Burgsstahler en Dichev (1997) tonen in hun onderzoek aan dat dalingen in winsten en verliezen door veel bedrijven inderdaad worden ontweken. Er blijkt dat 8-12% van de bedrijven earnings management toe te passen om stijgingen in wisten te laten zien en 30-44% om de positieve resultaat te creëren.
- Bepaalde gebeurtenissen in de onderneming (Healy & Wahlen, 1999). DeAngelo (1988) en Perry en Williams (1994) hebben de relatie tussen earnings management en management buy-outs onderzocht. Bij een management buy-out nemen de bestuurders het

bedrijf of een onderdeel daarvan over. Hierbij zijn de bestuurders in een zo een laag mogelijke aandelenprijs geïnteresseerd. Dat betekent dat bestuurders bij een management buy-out gemotiveerd worden om de gerapporteerde winsten te verlagen. Dit zou tot een daling van de aandelenprijs kunnen leiden. Uit de verrichte onderzoeken naar dit verschijnsel is gebleken dat voor management buy-outs de gerapporteerde winsten negatief worden beïnvloed. Andere onderzoeken tonen aan dat de gerapporteerde winsten hoger worden in de perioden wanneer aandelen worden verkocht (DuCharme et al., 2004; Teoh, Welsh & Wong 1998a; Teoh, Welsh & Rao, 1998) of op aandelenprijs gebaseerde overnames plaats vinden (Louis, 2004; Erikson & Wang, 1998).

- Resultaatafvlakking (income smoothing) (Gaver et. al., 1995; Liberty en Zimmerman,1986; Bartov, 1992; Ronen en Sadan, 1981). Hiermee wordt bedoeld dat de schommelingen in het resultaat worden verminderd door de gedeelten van winsten van goede naar slechte jaren te verschuiven. Zowel de toekomstige als huidige winsten kunnen verschoven worden. Hierdoor wordt de ruis in het resultaat weggenomen. De voornaamste reden hiervoor is het verbeteren van voorspeelbaarheid van de toekomstige winstgevendheid (Barnea, Ronen en Sadan, 1975; Hand, 1989). Zoals al eerder gezegd worden ondernemingen die voorspellingen niet behalen door de markt afgestraft. Andere reden voor resultaatafvlakking zijn het vergroten van baanzekerheid van bestuurders (de Fond en Park, 1997) en het reduceren van interestkosten (Trueman en Titman, 1988).

2.1.3. Meten van earnings management

Ondanks het feit dat het algemeen bekend is dat earnings management bestaat, is het tot heden erg moeilijk geweest voor de wetenschappelijke studies om earnings management vast te stellen (Healy & Wahlen, 1999). Dit probleem is ontstaan doordat winsten voor de effecten van earnings management bekend moeten zijn om earnings management te kunnen meten. Een gangbare maatstaf om earnings management te meten zijn accruals. Accruals kunnen als het verschil tussen het gerapporteerde resultaat en ‘cashflow from operations’ gedefinieerd worden(Gao & Shrieves, 2002) en zijn in twee componenten te verdelen: nondiscretionary en discretionary. Nondiscretionary accruals worden als het verwachte en niet gemanipuleerde deel van accruals gezien. Discretionary accruals zijn daarentegen het beïnvloedbare gedeelde van de totale accruals (Healy & Wahlen, 1999). Deze accruals worden gebruikt om de winsten te manipuleren en zijn daarom een goede maatstaf om earnings management te meten. Er worden verschillende modellen gebruikt om de waarde van accruals te bepalen. De bekendste daarvan zijn van Healy (1985), DeAngelo (1986), Jones (1991) en aangepaste Jones model (Dechow et al.,1995). Door middel van elk van deze modellen wordt de waarde van de accruals voor de te bestuderen periode voorspeld. Deze waarde stelt de ‘normale’ waarde van accruals

voor de te bestuderen onderneming voor. Het verschil tussen de werkelijke en voorspelde waarde van de accruals wordt als gemanipuleerde deel van accruals beschouwd.

De modellen voor het meten van accruals verschillen van elkaar op de manier waarop accruals voorspeld worden. Om een voorbeeld te geven berekent Healy (1985) de waarde van nondiscretionary accruals als het gemiddelde van de totale accruals van een bepaalde periode. DeAngelo (1986) daartegenover meet nondiscretionary accruals als de waarde van de totale accruals van de vorige periode. Een aantal studies ging op zoek naar het beste model voor het meten van earnings management (Dechow et al., 1995; Beneish, 1997; Thomas & Zhang, 2000). Uit dit onderzoek blijkt dat aangepaste Jones model van Dechow et al. (1995) het beste voor dit doel dient. Dit model zal in hoofdstuk 3 verder worden toegelicht.

2.2. Bestuurdersbeloningen

2.2.1. Agency theorie

Agency theorie is van invloed geweest op veel academisch onderzoek naar de bestuurdersbeloningen. De implicaties daarvan zijn ook in de meeste beloningscontracten van de bestuurders weerspiegeld. Het is dus voor hand liggend om met de agency theorie te beginnen bij het bespreken van bestuurdersbeloningen. Agency theorie houdt zich bezig met governance vraagstukken binnen de ondernemingen waarin de eigendom en bestuurlijke functie niet in handen van dezelfde persoon ligt (Berle & Means, 1932). In de context van de bestuurdersbeloningen richt agency theorie zich op de relatie tussen aandeelhouders en bestuurders van een onderneming (Jensen en Meckling, 1976). Hierin delegeert de aandeelhouder (principaal) zijn werk aan de bestuurder (agent). Er ontstaat een agency probleem wanneer er sprake is van de informatie asymmetrie tussen die twee partijen. De zogenaamde informatie asymmetrie treedt op wanneer een van de partijen een informatievoorsprong op een ander heeft. In de relatie tussen bestuurders en aandeelhouders zijn de bestuurders diegenen die beter geïnformeerd zijn (Parks & Conlon, 1995). Een verklaring hiervoor is dat de bestuurders dichter bij de bedrijfsvoering zitten en hierdoor over meer informatie beschikken. Een andere verklaring is dat de handelingen van de bestuurders niet goed observeerbaar zijn. Bovendien beschikken de aandeelhouders vaak niet over genoeg specifieke kennis om de handelingen van de aandeelhouders te beoordelen. Om deze redenen zou het beloningscontract van de bestuurders als doel moeten dienen om de bestuurders in het belang van de aandeelhouders te laten handelen (Swagerman & Terpstra, 2007). Een goed middel om dit doel te bereiken is onder andere het gebruik van equity-based beloning. Hiermee wordt de aandelenprijs aan de gerealiseerde beloning van bestuurders gekoppeld. Naarmate het aandeel van de bestuurder in de eigen onderneming groter wordt, zal hij meer in de het voordeel van de aandeelhouders gaan handelen (Swagerman & Terpstra, 2007).

2.2.2. Eerder onderzoek

Uit eerder onderzoek blijkt dat de hoogte van de bestuurdersbeloningen in VS in de voorbije jaren aanzienlijk is gestegen (Murphy, 1999; Bebchuk & Grinstein, 2005). Swagerman en Terpstra (2007) hebben laten zien dat dit ook voor Nederland geldt. In de periode tussen 2002 en 2004 is de mediaan van totale beloning met 15,7% gestegen (Swagerman & Terpstra, 2007). Volgens Murphy (1999) bestaat de beloning van topbestuurders voornamelijk uit vijf componenten: basissalaris, jaarlijkse bonus, aandelen, aandeelopties en long-term incentive plannen. Basissalaris is onderdeel van de vaste bestuurdersbeloning die niet van de prestaties van de onderneming afhangt. De het variabele deel van de beloning heeft als doel bestuurders motiveren om de waarde van de onderneming te maximaliseren. Bestuurders kunnen zowel voor korte als lange termijn worden gemotiveerd, daarom is de variabele deel van de bestuurdersbeloningen ook in twee delen te splitsen. De korte termijn beloning bestaat uit jaarlijkse bonus en lange termijn uit equity-based beloning (aandelen, aandeelopties en long term incentive plannen). Onder aandelenopties wordt het recht verstaan om aandelen te kopen of verkopen tegen een van tevoren vastgestelde prijs voor of op een bepaalde datum (Schubert & Barenbaum,). Long term incentives plannen is een beloning die zowel uit aandelen als aandeelopties kan bestaan. Echter verschilt deze vorm van beloning van de gewone aandelen of optiebeloning. Om voor long term incentive plans in aanmerking te komen moeten er door de bestuurders bepaalde financiële targets worden behaald (Murphy, 1999).

Swagerman en Terpstra (2007) hebben de beloningen van de bestuurders bij de Nederlandse beursgenoteerde bedrijven onderzocht. Er is vastgesteld dat tussen de jaren 2002 en 2004 equity-based bestuurdersbeloning met 70,8% is gestegen. Deze stijging is volgens hen te verklaren door veranderende bedrijfsomgeving die sterk onder invloed is van Anglo-Saxische investeerders staat. Behalve de hoogte van de equity-based beloning is de structuur daarvan ook substantieel veranderd. Bestuurders worden bij steeds meer bedrijven met prestatieaandelen beloond in plaats van veel gekritiseerde optieaandelen. De reden hiervoor is dat prestatieaandelen een betere samenhang tussen de belagen van de bestuurders en de aandeelhouders van een onderneming bieden. Prestatieaandelen zijn een aantal jaar geleden geïntroduceerd in VK en behoort tot long term incentive plannen. Deze vorm van belonen wordt steeds meer zowel in VS als Nederland gebruikt. Tussen de jaren 2002 en 2004 is het aantal bedrijven dat prestatieaandelen als onderdeel van bestuurdersbeloning had toegepast is van 10 naar 35% gestegen.

De meeste onderzoeken naar bestuurdersbeloningen zijn geïnteresseerd in agency theorie (Murphy, 1999). Zo moeten de bestuurdersbeloningen volgens de agency theorie aan de prestaties van de onderneming worden gekoppeld. Empirisch onderzoek wijst uit dat relatie tussen de bestuurdersbeloningen en bedrijfsprestaties zwak is (Hall & Liebman,1998; Conyon &Murphy, 2000; Fernandes, 2005). Recente Nederlandse studies komen tot overeenkomstige resultaten (Duffhues &

Kabir, 2007; Mertens, Knop & Strootman, 2007). Echter blijkt uit de genoemde studies dat er een positief verband bestaat tussen de hoogte van de bestuurdersbeloningen en bedrijfsgrootte.

2.2.3. Nederlandse Corporate Governance Code

Naar aanleiding van vele accounting schandalen trad in Nederland op 1 januari 2004 Code-Tabaksblat in werking. In deze code zijn de normen voor het gedrag van bestuurders, aandeelhouders, commissarissen en externe accountants opgenomen. Alle Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen zijn verplicht om deze code toe te passen. Voor het toepassen van de code geldt 'pas toe of leg uit' principe. Dat betekent dat ondernemingen van de code kunnen afwijken, maar behoren hiervoor uitleg te geven.

Op het gebied van bestuurdersbeloningen moet er volgens Code-Tabaksblat grotere transparantie komen. Rondon de bestuurdersbeloningen staan er volgende bepalingen in de Code-Tabaksblat (Commissie Corporate Governance, 2003):

- De hoogte en de structuur van beloningen zijn zodanig dat gekwalificeerde en deskundige bestuurders aangetrokken en behouden kunnen worden;
- Het variabele gedeelte van de beloning is gekoppeld aan vooraf bepaalde, meetbare en beïnvloedbare doelen en moet de binding van de bestuurders aan de vennootschap en haar doelstellingen versterken;
- De bezoldigingsstructuur is zodanig dat het niet aanzet tot gedrag van bestuurders in hun eigen belang;
- Bij de vaststelling van de hoogte en de structuur van beloningen worden de resultatenontwikkeling, de beurskoersontwikkeling, alsmede relevante ontwikkelingen, voor de vennootschap in acht genomen;
- Het aandelenbezit is ter belegging op de lange termijn;
- De hoogte van de ontslagvergoeding bedraagt niet meer dan eenmaal het jaarsalaris.

Vast gedeelte van bestuurdersbeloning moet ervoor dienen om bestuurder voor zijn inspanning en verantwoordelijkheden als bestuurder te belonen. Ook moet hiervoor de zwaarte van de functie worden meegenomen. Variabele beloning behoort ervoor om bovengemiddelde prestaties van de bestuurders te belonen. Hiermee zullen de belangen van bestuurders en aandeelhouders op een lijn moeten worden gebracht. Ook moet de toewijzing van de variabele beloning afhankelijk zijn van de bedrijfsprestatie.

2.3. Relatie tussen bestuurders beloningen en earnings management

De relatie tussen earnings management en bestuurdersbeloningen is al vele malen onderzocht. Er wordt verondersteld dat verschillende beloningsvormen van invloed kunnen zijn op het toepassen van earnings management door de bestuurders. Healy(1985), Sloan (2003), Gaver, Gaver en Austin

(1995), Holthausen, Larker en Sloan (1995), Balsam (1998) en Guidry, Leone en Rock (1999) richten zich op de invloed van de korte termijn bonussen op earnings management. Deze studies komen tot de conclusie dat bestuurders accounting keuzes maken die de verwachte waarde van hun bonussen maximaliseren. Dat houdt in dat ze zowel negatieve als positieve accruals gebruiken om winsten te manipuleren om nu of in de toekomst voor een hogere bonus in aanmerking te komen.

2.3.1. Aandelenopties en earnings management

Een ander gebied waarnaar veel onderzoek is gedaan zijn aandelenopties. Ook deze vorm van compensatie lijkt tot opportunistisch gedrag van bestuurders te leiden (Bergstresser en Philippon, 2006). Aboody en Kaznik (2000) hebben bewezen dat bestuurders met tijden van de nieuwsopenbaarmaking rond de beloningdatum van de bestuurders manipuleren. Zo kunnen ze volgens hun hen zowel goede goed als slechte slecht nieuws openbaar maken om de waarde van hun optiebeloning te vergroten. De uitoefenprijs van de optieaandelen, waarmee bestuurders beloond worden, is meestal gelijk aan de prijs van het aandeel op de beloningsdatum (Yermak, 1995). Door het manipuleren met de tijden van nieuws openbaring kunnen bestuurders dus ook de uitoefenprijs van de aandeeloptie laten stijgen of dalen. Volgens Chauvin en Shenoy (2001) daalt de aandelenprijs in de perioden voor de beloningdatum van bestuurders. Yermack (1997) daarentegen concludeert dat de aandelenprijzen in dezelfde perioden aan het stijgen zijn.

Baker, Collins en Reitenga (2003) hadden het bestaande onderzoek verder uitgebreid door een link tussen optiebeloning van bestuurders en het gebruik van earnings management te leggen. Volgens hen zouden bestuurders de uitoefenprijs van de aandelenoptie verlagen, wanneer ze een grote deel van hun beloning in aandelenopties ontvangen. Om dat te bereiken zouden ze niet alleen disclosure momenten, maar ook winsten manipuleren. Door het toepassen van bepaalde accruals kunnen ze de gerapporteerde winsten en hiermee de aandelenprijs verlagen. Uit het onderzoek van Baker et al. ( ) blijkt dat relatief grote mate van optiebeloning inderdaad tot de accounting keuzes die de gerapporteerde winsten verlagen leidt. Ook Gao en Shrieves (2002) vinden optiebeloning een positief verband met het gebruik van earnings management vertoond. Daar komt nog bij dat optiebeloning bestuurders tot misrapporteren van winsten kan aanzetten (Burns en Kedia, 2006).

2.3.2. Aandelen en earnings management

De relatie tussen aandelenbeloning en earnings management is echter niet duidelijk. Er blijken steeds verschillende resultaten naar voren te komen. Zo concluderen Gao en Shrieves (2002) dat er geen verband is tussen de aandelenbeloning van bestuurders en het gebruik van earnings management bestaat. Eveneens vinden Burns en Kedia (2006) geen samenhang tussen aandelenbeloning en herformulering van winsten. Daarentegen blijken volgens Beneish en Vargus (2002) de perioden van

hoge accruals met verkoop van aandelen door de insiders te worden geassocieerd. Ook Bergstresser en Philippon (2006) bevestigen deze relatie en breiden hun onderzoek met de aandeelopties uit. Volgens hen vindt de uitoefening van grote hoeveelheden aandelenopties plaats in de perioden wanneer de accruals hoog zijn.

3. *Hypothesen*

Zoals uit het vorige hoofdstuk is gebleken, zijn er al vele onderzoeken gedaan naar de invloed van de bestuurdersbeloningen op het gebruik van earnings management. Ondanks dat, zijn er maar weinig auteurs die het effect van de beloningsstructuur op het gebruik van earnings management hebben onderzocht. Daarom zal deze thesis zich niet op de hoogte, maar op de structuur van de bestuurdersbeloningen richten. De vraag die centraal zal staan is: *'Welke invloed heeft het aandeel van equity-based beloning in de totale bestuurdersbeloning op het gebruik van earnings management?'*.

Om de hoofdvraag te kunnen beantwoorden zullen er twee hypothesen worden opgesteld. De eerste hypothese zal worden gebruikt om de relatie tussen optiebeloning en earnings management te toetsen. Uit eerder onderzoek is gebleken dat de hoogte van optiebeloning positief relatie met earnings management vertoont (Bergstresser & Philippon, 2006; Baker, Collins & Reitenga (); Gao & Shrieves, 2002). Er wordt daarom verwacht dat de mate van optiebeloning ook een positief verband met earnings management heeft. De eerste hypothese luidt als volgt:

H1: Het aandeel van optiebeloning in de totale bestuurdersbeloning is positief gerelateerd aan earnings management.

Door middel van de tweede hypothese zal de invloed van aandelenbeloning op earnings management worden getoetst. Eerdere studies hebben geen duidelijkheid in deze relatie ingebracht, doordat er tegenstrijdige resultaten zijn uitgekomen. Toch zal er worden verwacht dat de relatie positief zal zijn zoals uit de onderzoeken van Beneish en Vargus (2002) en Bergstresser en Philippon (2006) naar voren is gekomen. De hypothese luidt daarom als volgt:

H2: Het aandeel van aandeelbeloning in de totale bestuurdersbeloning is positief gerelateerd aan earnings management.

4. De onderzoeksmethode

In dit hoofdstuk zal wordt het onderzoek nader toegelicht. In paragraaf 4.1 zal worden uitgelegd hoe de data voor het uitvoeren van de analyse is verzameld. Paragraaf 4.2 zal aandacht besteden aan het bepalen van earnings management door middel van het aangepaste Jones model (Dechow et al., 1995). Tot slot zullen in paragraaf 4.3 de controle variabelen worden besproken.

4.1. Dataverzameling

In dit onderzoek zal het verband tussen bestuurdersbeloningen en earnings management bij de Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen worden bestudeerd. Hiervoor zullen gegevens van de Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen worden verzameld. Voor de data met betrekking tot bestuurdersbeloningen zal de website www.bestuurdersvoorzitter.nl worden geraadpleegd. Deze website is door de Vereniging van Effectenbezitters (VEB) opgericht om de transparantie binnen de ondernemingen te bevorderen. Op deze site is zowel de hoogte van de totale beloning als de hoogte van verschillende beloningscomponenten van bestuursvoorzitters van Nederlands beursgenoteerde bedrijven te vinden. Bij de berekening van de aandelen en optiebeloning zal worden uitgegaan van 100 procent toerekening dat gelijk staat aan het behalen van alle doelstellingen. De waarde van optiebeloning zal met behulp van Black and Scholes optiemodel worden bepaald. Volgens VEB geeft dit model: *'een redelijke inschatting van de werkelijke waarde van de optie op basis van de huidige koers, de uitoefenprijs, de looptijd, dividendrendement, rentevoet en de volatiliteit (bewegelijkheid)'*.[5] De gegevens voor het bepalen van earnings management zullen van de database REACH afkomstig zijn. Hierin zijn de financiële gegevens van meer dan 5000 Nederlandse ondernemingen te vinden. Gezien de korte tijdsperiode waarin het onderzoek zal plaats vinden, zullen er alleen gegevens worden gebruikt die in beide databases aanwezig zijn. In totaal zijn er voor dit onderzoek gegevens van 20 Nederlandse beursgenoteerde bedrijven over de jaren 2002-2007 verzameld. Dit zijn de bedrijven waarvan zowel de hoogte van de beloningscomponenten als financiële gegevens bekend zijn. Tevens zijn de financiële instellingen buiten beschouwing gelaten in dit onderzoek.

4.2. Methode

De mate van earnings management zal bij elk van de te onderzoeken ondernemingen met behulp van het aangepaste Jones model worden geschat. Vervolgens zal de enkelvoudige lineaire regressieanalyse worden uitgevoerd om de hypothesen te toetsen. Hiervoor zal het onderzoeksmodel worden gebruikt met earnings management als de afhankelijke variabele. De onafhankelijke variabelen zijn het percentage van optiebeloning en percentage van aandelenbeloning in de totale beloning.

[5] Bron: www.bestuursvoorzitter.nl

4.2.1. Bepaling van de afhankelijke variabele earnings management

Voor het meten van earnings management zal de aangepaste Jones Model van Dechow et al. (1995) worden gebruikt. Zoals al in hoofdstuk twee al besproken, is dit model het meest krachtige model om earnings management te bepalen (Dechow et al., 1995; Beneish, 1997; Thomas & Zhang, 2000). De aangepaste Jones model voorspelt de 'normale' waarde van accruals voor een bepaald bedrijf. Het verschil tussen deze 'normale' waarde en werkelijke waarde van accruals is de mate waarin earnings management wordt toegepast bij een bedrijf.

Eerste stap die genomen moet worden om earnings management te meten is de werkelijke waarde van accruals voor elk van de ondernemingen(j) op tijdstip t te bepalen (1):

$$TA_{i,t} = (\Delta CA_{i,t} - \Delta CL_{i,t} - \Delta Cash_{i,t} + \Delta STD_{i,t} - Dep_{i,t})$$

In deze vergelijking hebben de variabelen de volgende betekenis:

TA_{jt} waarde van totale accruals

ΔCA_{jt} verandering in vlottende activa

ΔCL_{jt} verandering in kortlopende schulden

$\Delta Cash_{jt}$ verandering in kas

ΔSTD_{jt} verandering van portie lange termijn schulden in kortlopende schulden

Dep_{jt} afschrijving en geamortiseerde uitgaven

Als tweede zal de waarde van 'normale' accruals, oftewel nondiscretionary accruals worden bepaald. Door middel van de regressie zullen de coëfficiënten α_0, β_1 en β_2 worden geschat. De regressie zal met behulp van dit model worden uitgevoerd (2):

$$\frac{TA_{jt}}{Assets_{jt-1}} = \alpha_0 \frac{1}{Assets_{jt-1}} + \beta_1 \frac{\Delta Sales_{jt}}{Assets_{jt-1}} + \beta_2 \frac{PPE_{jt}}{Assets_{jt-1}},$$

In deze vergelijking hebben de variabelen de volgende betekenis:

TA_{jt} waarde van totale accruals

Assetsjt-1 totale activa

$\Delta Sales_{jt}$ verandering in opbrengsten van verkopen

PPE_{jt} onroerend goed, machines en inventaris

Vervolgens zal de waarde van discretionary accruals als fractie van totale activa worden berekend. Hiervoor zal de volgende vergelijking gebruikt worden (3):

$$\%DA_{jt} = \frac{TA_{jt}}{Assets_{jt-1}} - \left(\hat{\alpha}_0 \frac{1}{Assets_{jt-1}} + \hat{\beta}_1 \frac{\Delta Sales_{jt} - \Delta Receivables_{jt}}{Assets_{jt-1}} + \hat{\beta}_2 \frac{PPE_{jt}}{Assets_{jt-1}} \right),$$

In deze vergelijking zijn de regressiecoëfficiënten met hoedjes de geschatte coëfficiënten die door model (2) zijn bepaald. De aanpassing aan het originele Jones model (1991) is de toevoeging van de

variabele $\Delta Receivables_{jt}$ (verandering in debiteuren) in de bovenstaande vergelijking. Hiermee wordt de verandering in opbrengsten van verkopen gecorrigeerd voor het te vroeg erkennen van onzekere opbrengsten door het management. Discretionary accruals die door middel van deze vergelijking worden bepaald, geven de indicatie voor het gebruik van earnings management.

4.2.2. Controle variabelen

Een van de belangrijkste controlevariabele die op earnings management invloed kan uitoefenen is de grootte van de bedrijfsschuld. Deze variabele zal door middel van schuld/kapitaal ratio worden gemeten. Empirisch onderzoek wijst uit dat schuld-kapitaal ratio positief gerelateerd is aan het gebruik van earnings management (DeFond & Jimbalvo, 1994; Watts & Zimmerman, 1990). Watts en Zimmerman (1986) spreken onder andere over het gebruik van earnings management om schendingen van contractsvoorwaarden van leningen te voorkomen.

De leeftijd en het aantal jaar dat de bestuurder werkzaam is bij een onderneming zijn variabelen die ook van invloed kunnen zijn op het gebruik van earnings management. Daarom zullen deze variabelen als controle variabelen worden meegenomen in het onderzoek. Een bestuurder van oudere leeftijd heeft namelijk meer ervaring en weet dus beter gebruik te maken van de accounting keuzes die van invloed zijn voor het bepalen van winsten. Ook wordt er verwacht dat een bestuurder die langer in dienstverband is bij een onderneming zich vrijer voelt om earnings management toe te passen (Hall en Liebman, 1998). Daarentegen zal volgens Alderfer (1986) het gebruik van discretionary accruals juist afnemen wanneer de bestuurder ouder en meer ervaren is.

In eerdere onderzoeken naar earnings management is bedrijfsgrootte aangeduid als een variabele dat van invloed is op het gebruik van earnings management (Duffhues & Kabir, 2008; Bergstresser & Philippon, 2006; Bakker et al., 2003) . Echter zal deze variabele niet als controle variabele in dit onderzoek worden gebruikt. De reden hiervoor is dat bij de bepaling van earnings management door het aangepaste Jones model de variabele earnings management door de bedrijfsgrootte wordt gedeeld. Hierdoor zal de variabele earnings management voor de invloed van bedrijfsgrootte geschoond worden.

Andere controle variabele die in studies naar earnings management wordt gebruikt is het aandelenbezit dat bestuurder in eigen onderneming heeft. Door het aandelenbezit van de bestuurder in eigen onderneming kan het agency probleem worden verminderd (Dechow & Sloan, 1991en Warfield et al., 1995). Hierdoor zouden bestuurders minder geneigd zijn om de gerapporteerde winsten te manipuleren (Bakker et al., 2003). Ondanks de beschreven invloed, zal deze variabele niet in dit onderzoek worden meegenomen. De oorzak hiervan is dat voor de bepaling van het aandelenbezit van de bestuurders aanvullende gegevens moeten worden verzameld die niet te verkrijgen bij database REACH of website www.bestuursvoorzitter.nl. Doordat dit onderzoek in korte tijdsperiode plaats zal moeten vinden, is het niet mogelijk om deze variabele te meten. Dit zal resulteren tot een van de beperkingen, die later in hoofdstuk 6 zullen worden besproken.

5. Resultaten

In dit hoofdstuk worden de resultaten van het onderzoek besproken. Als eerste zullen de beschrijvende statistieken aan bod komen. Hier zal de aandacht in het bijzonder worden besteed aan de variabelen earnings management, aandelenbeloning en optiebeloning als het percentage van de totale bestuurdersbeloning. Daarna zal het onderzoekmodel samen met de resultaten van de regressieanalyse worden gepresenteerd.

5.1. Beschrijvende statistieken

De variabelen die in dit hoofdstuk zullen worden onderzocht zijn earnings management (EM), aandeel optiebeloning in de totale beloning (OPTIE), aandeel aandelenbeloning in de totale beloning (AANDELEN), Schuld-kapitaal ratio (SCHULD), aantal jaar dat de bestuurder in dienst is (INDIENST) en leeftijd van bestuurder (LEEFTIJD). De variabelen jaren in dienst en leeftijd van de bestuurder zijn zoals bij Cornett, Marcus en Tehranian (2008) in jaren gemeten. In tabel 1 hieronder zijn de beschrijvende statistieken van zowel afhankelijke als onafhankelijke variabelen weergegeven. Daaruit blijkt dat er 111 observaties (N) hebben plaats gevonden, met uitzondering van de variabelen INDIENST en LEEFTIJD. Bij deze variabelen ontbreken enkele waarnemingen, omdat deze niet achtergehaald konden worden.

Uit de tabel is te zien dat minimum van de variabele earnings management -0,511 is. Dit kan worden verklaard doordat de variabele earnings management zowel positieve als negatieve waarden kan aannemen. Positieve waarde van de variabele earnings management houdt in dat de gerapporteerde winsten naar boven worden opgekrikt. Tegenovergestelde geldt voor de negatieve waarde. Daarnaast kan uit de tabel worden opgemerkt dat de gemiddelde waarde van earnings management dichtbij de 0 ligt (-0,031). Een verklaring hiervoor kan zijn dat discretionary accruals altijd moeten worden teruggedraaid (Cornett et al., 2008). Dus als de gerapporteerde winsten ooit zijn opgekrikt door positieve discretionary accruals te gebruiken, moeten ze uiteindelijk ook worden herroepen door negatieve discretionary accruals. De gemiddelde waarde van earnings management over langere tijdsperiode is dus altijd 0.

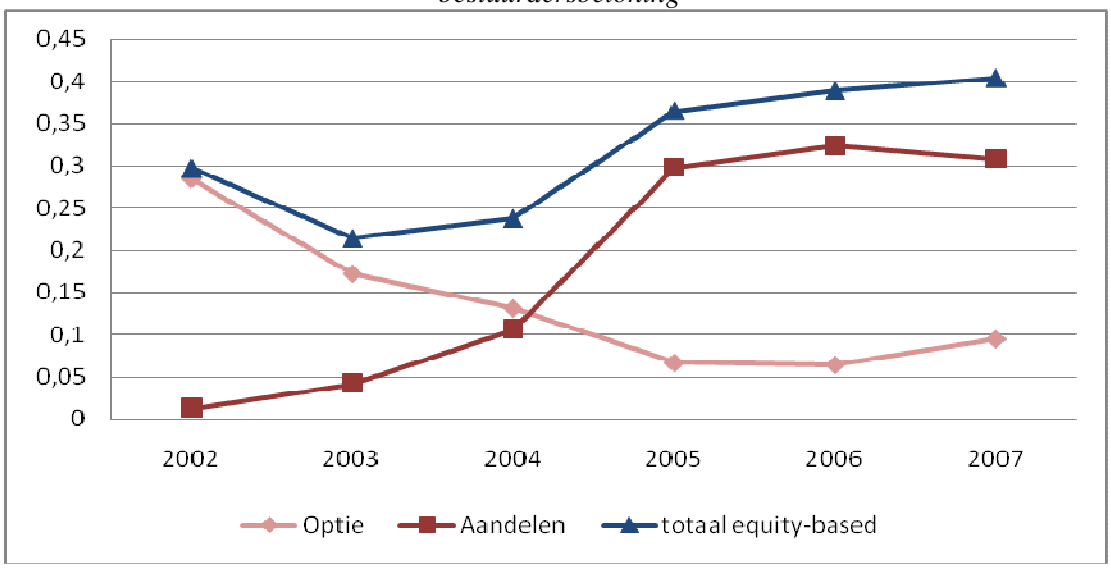
Tabel 1: Beschrijvende statistieken

Variabele	N	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Standaard afwijking
EM	111	-0,5110	0,2929	-0,0310	0,0916
OPTIE	111	0	0,62	0,1333	0,1333
AANDELEN	111	0	0,66	0,1782	0,1845
SCHULD	111	0,1686	1,2395	0,6668	0,1929
INDIENST	110	1	10	4	2
LEEFTIJD	107	40	63	52	6

De maximale aandelenbeloning die een bestuurder tussen de jaren 2002 en 2007 heeft genoten is 66 procent. Dit maximum is bereikt in het jaar 2005 en blijft in de jaren daarna ongewijzigd. De maximale optiebeloning die een bestuurder tussen de jaren 2002 en 2007 heeft gekregen is 62 procent in het jaar 2002.

In figuur 1 hieronder is de totale equity-based beloning en de twee componenten daarvan als percentage van de totale beloning afgebeeld. Uit de figuur is te zien dat equity-based beloning vanaf het jaar 2003 steeds een grotere deel van de totale beloning inneemt. De twee componenten van equity-based beloning welke aandelen en optiebeloning zijn hebben een opmerkelijk verloop. Het percentage aandelenbeloning in de totale beloning is vanaf het jaar 2002 aan het stijgen. Het lijkt de grens te hebben bereikt bij 30 procent van de totale beloning. Echter verloopt het percentage van optiebeloning in de totale beloning in de tegenovergestelde richting. Tussen de jaren 2002 en 2007 is het percentage optiebeloning afgenomen van 30 tot 10 procent van de totale beloning. Het lijkt erop dat de aandelenbeloning de plaats van optiebeloning heeft ingenomen. Toch blijft de totale equity-based beloning groeien doordat optiebeloning niet helemaal is verdwenen en in het jaar 2007 zelfs een kleine groei vertoont.

Figuur 1: Het gemiddelde percentage van equity-based, aandelen en optiebeloning in de totale bestuurdersbeloning



5.2. Regressieanalyse

Het model dat zal worden onderzocht ziet er als volgt uit:

EM = ß0 + ß1*OPTIE + ß2*AANDELEN + ß3* SCHULD + ß4*INDIENST + ß5*LEEFTIJD

Voordat de regressieanalyse kan worden uitgevoerd zal eerst de correlatiematrix worden samengesteld. Deze is onderaan in tabel 2 te vinden. De correlatiematrix zal worden gebruikt om de aanwezigheid van de multi-collineariteit tussen de onafhankelijke variabelen te toetsen. Multi-colineariteit ontstaat wanneer twee of meer onafhankelijke variabelen met elkaar sterk gecorreleerd

zijn. Hiervan is sprake wanneer de correlatiecoëfficiënt tussen twee variabelen dichtbij 1 of -1 ligt. Uit de correlatiematrix blijkt dat geen van de onafhankelijke variabelen een hoge correlatiecoëfficiënt met elkaar hebben. De regressie zal dus onverstoord met het huidige onderzoeksmodel kunnen plaats vinden.

Tabel 2: Correlatiematrix

	OPTIE	AANDELEN	SCHULD	IN DIENST	LEEFTIJD
OPTIE	1	-0,402**	-0,029	-0,048	0,155
AANDELEN		1	-0,006	0,182	-0,089
SCHULD			1	0,083	0,104
IN DIENST				1	0,139
LEEFTIJD					1

* Significant op niveau 0.05 (2-zijdige toets)
** Significant op niveau 0.01 (2-zijdige toets)

In tabel 3 zijn de uitkomsten van de meervoudige lineaire regressieanalyse weergegeven. Het gebruikte onderzoeksmodel verklaart 6,9 procent van de variantie in de variabele earnings management. Dat betekent dat een 93,1 procent van de variantie niet verklaard is door het model. Uit de resultaten van de regressieanalyse is naar voren gekomen dat alleen variabelen OPTIE en SCHULD een significant verband met earnings management hebben. Het aandeel optiebeloning in de totale bestuurdersbeloning heeft zoals verwacht een positief verband met het gebruik van earnings management. Wanneer aandeel optiebeloning met 1 procent stijgt, zal het gebruik van earnings management met 0,15 stijgen. Daarnaast werd er verwacht dat schuld-kapitaal ratio positieve relatie met earnings management vertoont. Uit de uitkomsten van de regressieanalyse blijkt echter dat variabele SCHULD negatieve relatie met earnings management heeft.

De verwachting over de relatie tussen de variabelen percentage aandelenbeloning in de totale bestuurdersbeloning en earnings management was onzeker. De uitkomst van de regressieanalyse toont aan dat er geen significant verband is tussen variabele AANDELEN en EM. Hieruit valt te concluderen dat percentage aandelenbeloning in de totale bestuurdersbeloning geen invloed heeft op het gebruik van earnings management. Dit komt overeen met de onderzoeken van Gao en Shrieves (2002) en Burns en Kedia (2006). Andere twee variabelen die ook geen significante verband blijken te vertonen, zijn INDIENST en LEEFTIJD.

Tabel 3: Meervoudige lineaire regressieanalyse

	CONSTANT	OPTIE	AANDELEN	SCHULD	INDIENST	LEEFTIJD
Coëfficiënt	0,015	0,150	0,061	-0,104	-0,006	0,000
Sig.niveau	0,858	0,047	0,249	0,028	0,121	0,839

6. Conclusie

In dit hoofdstuk zal de conclusie van het uitgevoerde onderzoek aan bod komen. Ook zullen de beperkingen van het onderzoek worden toegelicht en aanbevelingen voor het vervolg onderzoek worden gedaan.

6.1. Conclusie

Uit de geraadpleegde literatuur voor dit onderzoek is naar voren gekomen dat equity-based beloning bestuurders kan aanzetten tot het toepassen van earnings management. De belangrijkste motivatie hiervoor is om de waarde van de bestuurdersbeloning te maximaliseren. De voorafgaande studies hebben vooral de invloed van de hoogte van de bestuurdersbeloningen op earnings management gemeten (Baker et al., 2003; Bergstresser & Philippon, 2006). Dit onderzoek heeft zich voornamelijk gericht op de invloed van de beloningsstructuur van equity-based beloning op earnings management. De hoofdvraag dat door middel van dit onderzoek beantwoord moest worden luidt als volgt: *'Welke invloed heeft de invloed van equity-based beloning op het gebruik van earnings management door de bestuurders?*

Om de hoofdvraag te beantwoorden is als eerste de invloed van het percentage optiebeloning in de totale beloning op het gebruik van earnings management onderzocht. De resultaten van de regressieanalyse lieten zien dat er een positief verband bestaat tussen deze twee variabelen. Dat betekent dat wanneer het aandeel optiebeloning in de totale bestuurdersbeloning toeneemt, zal de mate van toegepaste earnings management ook toenemen. Deze conclusie stemt overeen met het al bestaand onderzoek die op het gebied van bestuurdersbeloningen en earnings management is uitgevoerd (Baker et al., 2003; Bergstresser & Philippon, 2006; Gao & Shrieves, 2002).

Ten tweede is de relatie tussen het percentage aandelenbeloning in de totale beloning en het gebruik van earnings management onderzocht. Hier werd in overeenstemming met voorafgaand onderzoek ook een positieve relatie verwacht (Beneish & Vargus, 2002; Bergstresser & Philippon, 2006). Echter bevestigden de resultaten van de regressieanalyse deze hypothese niet. Er bleek geen significante verband tussen de twee varabelen te bestaan. Deze uitkomst zou in dit onderzoek betekenen dat het aandeel aandelenbeloning geen invloed op de mate van het toegepaste earnings management heeft. Een aantal studies waaronder die van Gao en Shrieves (2002) en Burns en Kedia (2006) hebben ook de afwezigheid van enige relatie tussen de aandelenbeloning en earnings management bevestigd.

Kortom, er kan worden geconcludeerd dat beloningsstructuur van equity-based beloning van invloed kan zijn op het gebruik van earnings management. Dit geldt voornamelijk voor het aandeel optiebeloning in de totale bestuurdersbeloning. De mate van earnings management wordt namelijk groter, naarmate bestuurder grotere deel van zijn beloning in aandelenopties ontvangt. In het

bedrijfsleven zou deze bevinding kunnen worden gebruikt door het aandeel optiebeloning in de totale beloning te laten dalen. Hierdoor zal de mate van earnings management kunnen worden verlaagd.

6.2. Beperkingen

Zoals in elk onderzoek zijn er een aantal beperkingen in dit onderzoek. De eerste beperking die in dit onderzoek is opgetreden is de grootte van de steekproef. Vanwege ontbrekende gegevens in REACH database en op de website www.bestuursvoorzitter.nl waren er in totaal 20 Nederlandse beursgenoteerde bedrijven voor dit onderzoek geselecteerd. Dit aantal is niet representatief voor de hele populatie van de Nederlandse beursgenoteerde bedrijven. Bovendien moet de steekproef aan een aantaal voorwaarden voldoen om een goede weerspiegeling van de populatie te geven. Doordat de steekproef in dit onderzoek niet representatief is, kunnen er op basis van de resultaten geen uitspraken worden gedaan over de gehele populatie.

De tweede beperking van dit onderzoek treedt op bij de bepaling van de variabele earnings management. De waarde van earnings management is een schatting die met behulp van aangepaste Jones model tot stand komt. Het feit dat het hier om een schatting gaat, maakt de resultaten van dit onderzoek minder betrouwbaar.

De derde beperking is dat de controle variabele aandelenbezit van bestuurder in eigen onderneming niet meegenomen is in dit onderzoek. Doordat deze variabele ontbreekt, is de verklarende kracht van het onderzoeksmodel lager geworden. Hierdoor kunnen resultaten van de regressieanalyse fouten bevatten. Wanneer de variabele aandelenbezit aan de regressie wel wordt toegevoegd, kunnen de regressiecoëfficiënten veranderen. Ook kan de significantieniveau van andere variabelen veranderen.

De laatste beperking van dit onderzoek is dat er geen rekening is gehouden met de invloed van de invoering van de IFRS op earnings management. De invoering van de IFRS heeft in het jaar 2005 plaats gevonden en zou dus van invloed kunnen zijn geweest op de resultaten van dit onderzoek.

6.3. Aanbevelingen

Er zijn een aantal suggesties voor eventueel vervolgonderzoek op het gebied van earnings management en bestuurdersbeloningen. In deze thesis is de invoering van de Nederlandse Corporate Governance Code in het kort besproken. Deze gedragscode heeft betrekking op de taak, werkwijze, hoogte en samenstelling van de bestuurdersbeloningen van de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen. In het vervolgonderzoek zou kunnen worden onderzocht in hoeverre de invoering van de Nederlandse Corporate Governance Code van invloed is geweest op de relatie tussen bestuurdersbeloningen en earnings management.

Andere suggesties met betrekking tot het vervolgonderzoek hebben betrekking tot verhelpen van beperkingen die in paragraaf 6.2 zijn besproken. Zo kan de steekproefgrootte worden vergroot om de

resultaten van het onderzoek betrouwbaarder te maken. Daarnaast kan de controle variabele aandelenbezit van de bestuurders in eigen onderneming mee worden genomen in het onderzoek. Op deze manier zal een krachtiger onderzoeksmodel worden samengesteld. Tot slot is het aan te bevelen om in het vervolgonderzoek rekening te houden met de invoering van de IFRS. De invoering van de IFRS kan namelijk invloed hebben gehad op de relatie tussen de bestuurdersbeloningen en earnings management.

7. *Literatuurlijst*

Baker, T., Collins, D. & Reitenga, A. (2003). Stock option compensation and earnings management incentives. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 18, 557-582.

Barnea, A., Ronen, J. en Sadan, S., (1975). The Implementation of Accounting Objectives-An Application to Extraordinary Items. *The Accounting Review*, 50, 58-68.

Barth, M., Elliot, J., Finn, M., (1995). Market rewards associated with increasing earnings patterns. *Working paper, Cornell University*.

Bartov, E., Givoly,D & Hayn, C., (2002). The Rewards to Meeting or Beating Earnings Expectations. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 33, 173–204.

Bebchuk & Grinstein, 2005

Beneish M. D., (1997). Detecting GAAP Violation: Implications for Assessing Earnings Management Among Firms with Extreme Financial Performance. *Journal of Accounting and Public Policy*, 271-309.

Bergstresser, D. & Philippon, T. (2006). CEO incentives and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 80, 511-529.

Burgstahler,D & Eames, M., (1998). Management of earnings and analysts forecasts. Working paper, University of Washington.

Burgstahler, D. & Dichev, I., (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics,* 24 (1), 99-126.

Chan, K.L.K.C., Jegadeesh, N. & Lakonishok, J. (2001). Earnings quality and stock returns. *NBER Working Paper 8308*, Cambridge, MA.

Cornett M.M., Marcus A. J., Tehranian H. (2008), Corporate governance and pay-forperformance: The impact of earnings management. *Journal of Financial Economics 87,* pp. 357-373.

DeAngelo, H., DeAngelo, L., Skinner, D., (1996). Reversal of fortune: Dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth. *Journal of Financial Economics,* 40, 341-371.

Dechow, P., Sloan, R., Sweeney, A., (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70, 193-225.

Dechow, P. M., Sloan R.G. & Sweeney A.P., (1996). Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research,* 13, 1-36.

DeFond, M. L. & Park, C. W., (1997). Smoothing income in anticipation of future earnings. *Journal of Accounting and Economics* 23, 115 - 139

DeFond, M. & Park, C., (2000). Earnings Surprises Expressed in Cents per Share: Stock Price Effects and Implications for Accruals Management. *Working Paper (University of Southern California).*

DuCharme et al. (2004). Earnings management, stock issues and shareholder lawsuits. *Journal of Financial Economics 71*, 27–49.

Duffhues, P.J.W., Kabir, R., (2007), Is the pay-performance relationship always positive? Evidence from the Netherlands. *Journal of Multinational Financial Management.*

Erikson, M. & Wang, S., (1998). Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers. *Journal of Accounting and Economics, 17*, 145-176.

Fama, E.E.& Jensen, M.E., (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics,* 301-326.

Gao, P. & Shrieves, R.E. (2002). Earnings management and executive compensation: A case of overdose of option and underdose of salary? *Social Science Research network Working Paper*. Geraadpleegd op 30 oktober van http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=302843

Gaver, Jennifer J., 1998, Discussion of Discretionary Accounting Choices and CEO Compensation , *Contemporary Accounting Research,* 15, No. 3, 253-260.

Gaver, Jennifer J., Gaver, Kenneth M and Austin, Jeffrey, 1995, Additional evidence on bonus plans and income management. *Journal of Accounting and Economics*, 3 – 28

Guidry, F., Leone, A.J. & Rock, S. (1999), Earnings-based bonus plans and earnings management by business-unit managers. *Journal of Accounting and Economics*, 26, 113-142.

Hall, B., Liebman, J. (1998), Are CEO's Really Paid Like Bureaucrats? *Quarterly Journal of Economics 113*, 653-691.

Hand, J., (1989). Did firms undertake debt-equity swaps for an accounting paper profit or true financial gain? *The Accounting Review* 64, 587-623.

Healy, P., (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics,* 7, 85-107.

Healy, P.M. & Wahlen, J.M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13, 365-383

Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

Kaznik, R., (1999). On the association between voluntary disclosure and earnings management. *Journal of Accounting Research*, 37, 57-82.

Kasznik, R. & McNichols, M., (2002). Does Meeting Expectations Matter? Evidence from Analyst Forecast Revisions and Share Prices. *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, No. 3, 727–759.

Kinney,W., Burgstahler, D. & Martin, N. (2002). The Materiality of Earnings Surprise. *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, No. 5, 1297–1329.

Langedijk, H.P.A.J., (2003). Earnings management en frauduleuze verslaggeving. *Accounting*, 107(10).

Lopez, T. & Rees, L. (2000). The Effect of Meeting Analyst Forecasts and Systematic Positive Forecast Errors on the Information Content of Unexpected Earnings. Working Paper (Texas A&M University, February 19).

Louis, H. (2004). Earnings management and market performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economics 74,* 121–148.

Murphy, K. J. (1999). Executive Compensation, Working paper, University of Southern California.

Schubert & Barenbaum, (nog op te zoeken in de database en jaartal erbij zetten)

Skinner, D. & Sloan, R., (2001). Earnings Surprises, Growth Expectations, and Stock Returns or Don't Let an Earnings Torpedo Sink Your Portfolio. Working Paper (University of Michigan, April).

Teoh, S.H., Welsh, I. & Wong, T.J., (1998a). Earnings management and the post-issue performance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics, 50*, 63-99.

Teoh, S.H., Wong, T.J. & Rao, G., (1998). Are accruals during initial public offerings opportunistic? *Review of Accounting Studies, 3*, 175-208.

Thomas, J. & Zhang,X., (2000). Identify Unexpected Accruals: A Comparison of Current Approaches. *Journal of Accounting and Public Policy*, 347-376.

Trueman, B. & Titman, S., (1988). An Explanation for Accounting Income Smoothing. *Journal of Accounting Research*, 26-Suppl., 127-39.

Watts, R., & Zimmerman, J. (1986). *Positive Accounting Theory*. Englewood Cliffs, N.J: Prentice-Hall.

Internetbronen:

De Nederlandse Corporate Governance Code
Commissie corporate governance, (2003), De Nederlandse corporate governance code; Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen, Den Haag. (http://www.commissiecorporategovernance.nl/page/downloads/CODE%20DEF%20COMPLEETII.pdf). Geraadpleegd 13 maart 2009.

Elsevier oktober 2006
http://www.elsevier.nl/nieuws/economie/artikel/asp/artnr/121946/zoeken/ja/index.html . Geraadpleegd 7 maart 2009.