Persberichten en opties voor ondernemingsbestuurders

Tjalling van der Goot en Elise Lufting

SAMENVATTING Deze studie[1] gaat over de manieren waarop de waarde van opties toegekend aan ondernemingsbestuurders kan worden beïnvloed. Het onderzoek is gebaseerd op data van ondernemingen genoteerd aan Euronext Amsterdam in de jaren 1999-2004. Een manier om de aandelenkoers waarop in het algemeen de uitoefenprijs van de opties is gebaseerd, te beïnvloeden, is door het uitbrengen van persberichten. Om de waardestijging van de toegekende opties te maximeren, is het aantrekkelijk om tegen een zo laag mogelijke prijs in het bezit van de opties te komen. Dit kan geschieden door vóór de datum van toekenning (zeer) negatief ondernemingsnieuws te publiceren. Daardoor zal de koers van het onderliggende aandeel en daarmee de koers van de opties dalen. Na de toekenning van de opties zal de waarde ervan kunnen toenemen door het uitbrengen van (zeer) positieve persberichten. De uitkomsten van deze studie tonen aan dat opties vooral aan bestuurders van grotere ondernemingen worden verstrekt. In de periode 1999-2004 blijken negatieve persberichten vóór de toekenningsdatum te worden gepubliceerd, terwijl positieve berichten na de toekenningsdatum bekendgemaakt worden. De uitgevoerde logistische regressies zijn consistent met genoemde uitkomsten.

RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK Opties aan bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen hebben in het algemeen een uitoefenprijs die gelijk is aan de beurskoers van de aandelen van het onderhavige bedrijf. Hoe lager de koers van het onderliggende aandeel, des te lager de uitoefenprijs van de optie. Het blijkt dat de aard en het tijdstip van bekendmaking van ondernemingsnieuws worden gebruikt om de aandelenkoers en daarmee de uitoefenprijs van de toegekende opties te beïnvloeden.

1 Inleiding

Dankzij callopties op aandelen kan het vermogen van de bezitters van de opties fors toenemen als de koers van de onderliggende aandelen stijgt. De reden van de toekenning van opties aan ondernemingsbestuurders is de volgende. Door het bezit van de opties worden de belangen van de bestuurders meer in lijn gebracht met die van aandeelhouders, die geen banden met de onderneming hebben. De meer dan proportionele toename van de waarde van de toegekende opties wordt onder meer veroorzaakt door het hefboomeffect ervan. Bovendien geldt: hoe lager de verkrijgingsprijs van de opties, des te hoger de mogelijke waardetoename. De vraag rijst dan of de ontvangers van de opties de verleiding kunnen weerstaan om de verkrijgingsprijs te beïnvloeden. Verschillende auteurs hebben de abnormale aandelenrendementen rondom de toekenningsdatum van callopties aan bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen onderzocht, bijvoorbeeld Yermack (1997), Aboody en Kasznik (2000), Chauvin en Shenoy (2001), Lie (2005), Heron en Lie (2007) en Van der Goot (2010). De genoemde auteurs vinden allen abnormale aandelenrendementen rondom de toekenningsdatum van de opties.

Er is een aantal motieven voor dit onderzoek. Ten eerste onderzoeken wij of er sprake is van verschillen tussen ondernemingen met en zonder opties voor hun bestuurders. We verwachten dat *agency*kosten zich met name zullen voordoen in grotere ondernemingen, waar agencykosten in het algemeen hoger zullen zijn dan in kleinere ondernemingen. Agencykosten ontstaan door de ongelijke verdeling van informatie, welke bestaat tussen de aandeelhouders (principalen of eigenaren) van een onderneming en diens bestuurders (*agents*). Deze bestuurders werken voor de aandeelhouders, die echter niet de activiteiten van de agents in detail kunnen waarnemen. Door het toekennen van opties aan bestuurders hopen de principalen de agencykosten te verkleinen.

Verder kijken we in deze studie naar de timing of het moment van publicatie van het persbericht (voor of na de toekenning van de opties) en de aard of inhoud ervan (een positief of negatief bericht). Indien de spreiding rondom de toekenningsdatum niet willekeurig is, dan verwachten we negatieve persberichten voor de toekenningsdatum en positieve berichten erna.

De opzet van deze studie is als volgt. Paragraaf 2 geeft een overzicht van de literatuur omtrent de toekenning van opties aan ondernemingsbestuurders. Paragraaf 3 bevat de hypothesen. De data en methodologie staan in paragraaf 4.

MAB10_binnen.indd 480 29/09/10 9:39 AM

In paragraaf 5 presenteren we de onderzoeksresultaten. In paragraaf 6 ten slotte staat de conclusie.

2 Literatuuroverzicht

Deze paragraaf geeft een overzicht van de artikelen waarin de samenhang tussen persberichten en de toekenning van opties wordt bestudeerd. Er zijn tal van studies die aantonen dat er positieve abnormale aandelenrendementen zijn rondom de toekenningsdatum van opties aan ondernemingsbestuurders. De uitkomsten van deze onderzoeken zijn consistent met de gedachte dat ondernemingsbestuurders hun invloed uitoefenen om de waarde van de aan hen toegekende opties te vergroten. Een manier om deze waardetoeneming tot stand te doen komen, is de timing van de persberichten rondom de toekenningsdatum.

In zijn studie naar abnormale rendementen en persberichten rondom de datum van optietoekenningen veronderstelt Yermack (1997) dat ondernemingsbestuurders invloed uitoefenen op de voorwaarden van hun eigen honorering en daarbij ook de aard en de timing van de persberichten over de onderneming gebruiken. Yermack onderzoekt 620 optietoekenningen aan ondernemingsbestuurders van 500 bedrijven voor de periode 1992-1994. Yermack (1997) vindt dat er significant positieve abnormale aandelenrendementen zijn na de toekenning van de opties. In het algemeen blijken de opties toegekend te worden één dag voor of op de dag dat gunstig nieuws over de winstontwikkeling van een bedrijf bekend wordt gemaakt. Zijn onderzoek toont geen abnormale aandelenrendementen vóór de toekenning van de opties. De significante abnormale koersontwikkelingen zijn aanwijzingen voor een timing van de optietoekenningen en de berichtgeving over winstontwikkelingen, die te gunstig is om toevallig te kunnen zijn.

Aboody en Kasznik (2000) onderzoeken 341 persberichten vóór en 421 persberichten na de datum van de toekenning. Elk persbericht is één van de kwalificaties *negatief, neutraal* of *positief* gegeven. De auteurs vinden dat 9,4 procent van de ondernemingen negatief nieuws publiceert voordat de opties worden toegekend. Slechts 0,3 procent van de ondernemingen publiceert positief nieuws voor de optietoekenning. Daarentegen vinden zij dat 3,6 procent van de ondernemingen positief nieuws publiceert na de optietoekenning. Deze uitkomst is consistent met de stelling dat ondernemingsbestuurders de timing en aard van nieuwsberichten beïnvloeden.

Chauvin en Shenoy (2000) vinden eveneens aanwijzingen dat ondernemingsbestuurders zich bezighouden met de timing van de publicatie van nieuwsberichten. Hun onderzoek omvat 783 optietoekenningen aan ondernemingsbestuurders. De auteurs vinden significante koersdalingen voor de optietoekenningsdatum. Hoewel dit kan duiden op manipulatie van de berichtgeving, bevat hun onderzoek daar geen direct bewijs voor.

Lie (2005) onderzoekt optietoekenningen voor de periode 1992 tot 2002. In tegenstelling tot Yermack (1997) en Aboody en Kasznik (2002), vindt Lie (2005) koersdalingen vóór de optietoekenning en koersstijgingen erna. Lie (2005) suggereert dat deze uitkomsten worden veroorzaakt door het antedateren van de optietoekenningsdatum; de toekenningsdatum wordt pas in het jaarverslag enkele maanden na afloop van het boekjaar bekendgemaakt. Zonder de verplichting om de toekenning van opties direct aan een toezichthoudend orgaan te melden, kunnen ondernemingsbestuurders een toekenningsdatum kiezen waarop de aandelenkoers (en daarmee de uitoefenprijs van de optie) laag is.

In hun onderzoek over de periode 1996 tot 2005 bekijken Bebchuk, Grinstein en Peyer (*forthcoming*) of er een samenhang is tussen de optietoekenningsdatum en de laagste aandelenkoers in een bepaalde maand. De auteurs vinden sterke aanwijzingen voor genoemde samenhang, wat consistent is met timing van de optietoekenningen.

Dankzij een verandering van de regelgeving met betrekking tot opties voor ondernemingsbestuurders vinden Heron en Lie (2007) sterke aanwijzingen dat de optietoekenningsdatum geantedateerd moet zijn. Immers, na de wijziging van de regels ter zake in de Verenigde Staten blijkt de significantie van de abnormale aandelenrendementen rondom de optietoekenningsdatum aanzienlijk kleiner te zijn.

Als het gaat om toekenning van personeelsopties blijken agencykosten een rol te spelen. Van der Goot en Roosenboom (2006) tonen aan dat extern toezicht in de vorm van de aanwezigheid van een onafhankelijk lid in de raad van commissarissen een negatieve invloed heeft op de toekenning van opties. Verder vinden de auteurs een negatief verband tussen de toekenning van opties en het percentage aandelen dat niet verhandelbaar is op de beurs. Dit betreft vooral kleinere ondernemingen. In hetzelfde artikel wordt aangetoond dat aandelenrendementen een positieve invloed hebben op de toekenning van opties. Een maatstaf voor risico van de onderliggende aandelen, de volatiliteit ervan, blijkt een negatieve relatie te hebben met optietoekenningen.

In Van der Goot (2010) wordt onder meer de samenhang tussen het antedateren van optiecontracten en de aard van de nieuwsberichten van ondernemingen genoteerd op Euronext Amsterdam onderzocht. Het blijkt dat het tijdstip van de bekendmaking van ondernemingsnieuws wordt gebruikt om de aandelenkoers en daarmee de uitoefenprijs van de toegekende opties te beïnvloeden. Hoe lager de uitoefenprijs van de optie, des te groter de opbrengst voor de bezitter van de optie, de ondernemingsbestuurder. Dit welvaartseffect wordt kleiner als er belasting over betaald moet worden. Van der Goot en Heerschop (1999) besteden onder meer aandacht aan de fiscale effecten van personeelsopties en veranderingen in de belastingwetgeving.

MAB10_binnen.indd 481 29/09/10 9:39 AM

3 Hypothesen

Wij onderzoeken in deze studie de volgende hypothesen. Eerst vergelijken we ondernemingen met en zonder opties voor hun bestuurders. Zoals hiervoor vermeld, zullen agencykosten zich met name voordoen in grotere ondernemingen, waar deze kosten in het algemeen hoger zullen zijn dan in kleinere ondernemingen. Verder is het bezit van opties aantrekkelijker als ondernemingen een relatief hoog rendement hebben. We verwachten derhalve dat grotere en relatief beter renderende ondernemingen vaker opties aan hun bestuurders toekennen dan kleinere, minder winstgevende bedrijven.

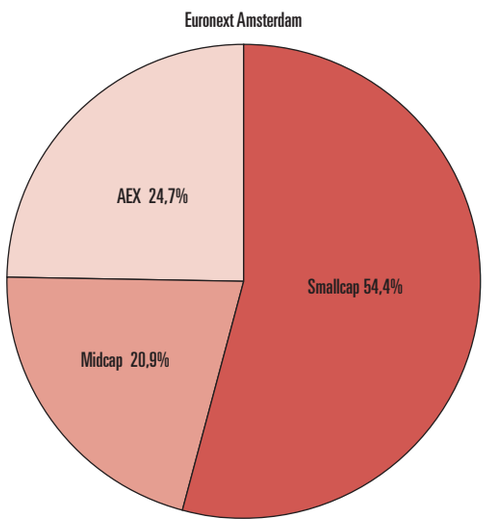
Ten tweede kijken we of er een samenhang bestaat tussen de toekenningsdatum van opties aan bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen in Nederland en de aard en timing van de persberichten over deze ondernemingen. Zoals hiervoor al vermeld, veronderstellen we dat de berichtgeving vóór de toekenningsdatum negatief is en erna positief. Negatief nieuws leidt tot een koersdaling en dus tot een lage uitoefenprijs, welke in het algemeen gebaseerd is op de beurskoers. Na de toekenning hebben de bezitters van de opties belang bij een koersstijging en dus zullen dan in het algemeen positieve berichten worden gepubliceerd.

4 Data en methodologie

Alle bedrijven uit ons onderzoek zijn genoteerd aan één van de drie markten van Euronext Amsterdam gedurende (een deel van de) periode 1999 tot 2004. In totaal omvat ons onderzoek 103 bedrijven. In de onderzochte periode waren er 485 optietoekenningen; vanwege ontbrekende waarnemingen hebben we uiteindelijk 450 persberichten verzameld. Zie figuur 1 voor de verdeling van de bedrijven over de Smallcap, de Midcap en de AEX-markt.

De datum van de toekenning van de opties is afkomstig van de jaarverslagen van de desbetreffende ondernemingen en van het register van de AFM. In een aantal gevallen kon de toekenningsdatum niet bepaald worden. Deze toekenningen zijn niet meegenomen in het onderzoek. Verder is het volgende opgemerkt. Vóór 1 september 2002 stond de AFM de volgende constructie toe. Als een zogenaamde onafhankelijke vermogensbeheerder de effecten van een ondernemingsbestuurder in beheer had, behoefde de ondernemingsbestuurder de AFM niet ervan te verwittigen dat opties werden toegekend. Deze toekenningen werden uitsluitend in het jaarverslag vermeld.

In het onderzoek zijn de persberichten betrokken van dertig handelsdagen voor tot dertig handelsdagen na de optietoekenning. Met behulp van de LexisNexis-database zijn de persberichten verzameld. Gegeven de periode van in totaal 60 dagen waarover de persberichten zijn verzameld, hebben de onderzochte ondernemingen de mogelijkheid om het tijdstip van publicatie van de berichten enigszins te sturen. Uiteraard zijn de ondernemingen gebonden aan het feit dat koersgevoelige informatie direct kenbaar gemaakt moet worden. Per definitie is nieuws niet voorspelbaar. Wel kan binnen een bepaalde periode de bekendmaking van een nieuwsbericht versneld of vertraagd worden. Dat is wat in het artikel wordt onderzocht. De persberichten zijn geclassificeerd in vijf categorieën: zeer positief, positief, neutraal, negatief en zeer negatief. De berichten zijn op de volgende manier geclassificeerd: 1 = zeer negatief, 2 = negatief, 3 = neutraal,



Figuur 1 Verdeling van de toekenning van opties gedurende de jaren 1999-2004 over de drie verschillende markten van Euronext Amsterdam

Tabel 1 Toekenningen van opties aan bestuurders van ondernemingen genoteerd aan Euronext Amsterdam gedurende de jaren 1999-2004

Tabel 1a

Aantal persberichten	485
Ontbrekende waarnemingen	35
Samplegrootte	450

Tabel 1b

	aantal persberichten	procent
Voor toekenningsdatum	257	57,11%
Na toekenningsdatum	193	42,89%
Samplegrootte	450	100,00%

Het aantal toekenningen van opties aan bestuurders van ondernemingen genoteerd aan Euronext Amsterdam gedurende de jaren 1999-2004. Beleggingsfondsen en noteringen van buitenlandse aandelen zijn buiten beschouwing gelaten.

MAB10_binnen.indd 482 29/09/10 9:39 AM

Tabel 2 De classificatie van de persberichten rondom de toekenningsdatum van de opties

Tabel 2a

	aantal persberichten	procent
Zeer positief	74	16,44%
Positief	171	38,00%
Neutraal	57	12,67%
Negatief	97	21,56%
Zeer negatief	51	11,33%
	450	100,00%

Tabel 2b

	aantal persberichten			
	vóór toekenning	procent	na toekenning	procent
Zeer positief	31	12,06%	43	22,28%
Positief	75	29,18%	96	49,74%
Neutraal	40	15,56%	17	8,81%
Negatief	71	27,63%	26	13,47%
Zeer negatief	40	15,56%	11	5,70%
	257	100,00%	193	100,00%

De nieuwsberichten zijn afkomstig van de LexisNexis-database. De berichten zijn geclassificeerd in de volgende categorieën: zeer positief nieuws, positief nieuws, neutraal nieuws, negatief nieuws en zeer negatief nieuws. De nieuwsberichten hebben betrekking op perspublicaties van de onderneming voor een periode van 30 handelsdagen voor tot 30 handelsdagen na de toekenning van opties aan de ondernemingsbestuurders. Elke categorie persbericht is een dummy met de waarde 1 als nieuws is uitgebracht dat voldoet aan de desbetreffende classificatie, anders is de waarde 0.

4 = positief, 5 = zeer positief. In onze analyse hebben we alleen de classificaties 1 en 5, respectievelijk *zeer negatief* en *zeer positief* onderzocht. De reden is dat de beurskoers vooral zal bewegen bij uitgesproken positief of negatief nieuws en niet zozeer bij nieuws dat in een van de drie andere categorieën valt.

Tabellen 1a en 1b geven een overzicht van de persberichten die door de bedrijven zijn uitgebracht. Van de 450 berichten zijn er 257 voor en 193 na de optietoekenning uitgebracht. In tabel 2a is te zien dat positieve perspublicaties de overgrote meerderheid vormen met 171 (38 procent) berichten. De zeer negatieve berichten zijn met 51 de kleinste in aantal ofwel 11,3 procent. Tabel 2b toont de verdeling van de verschillende categorieën persberichten vóór en na toekenning.

Zoals tabel 2b laat zien, is de som van de *zeer negatieve* en *negatieve* persberichten vóór toekenning van de opties

Tabel 3 Het aantal persberichten per jaar

Jaar	aantal persberichten	procent
1999	64	14,22%
2000	87	19,33%
2001	78	17,33%
2002	66	14,67%
2003	79	17,56%
2004	76	16,89%
	450	100,00%

gelijk aan 111; na de toekenning van de opties is deze som gelijk aan 37 berichten. Het aantal *positieve* en *zeer positieve* berichten na de toekenning bedraagt 139; vóór de toekenning van de opties is laatstgenoemd aantal berichten gelijk aan 106. Ten slotte geeft tabel 3 een overzicht van de verdeling van de persberichten over de onderzochte jaren. Uit de tabel blijkt dat het aantal waarnemingen per jaar relatief gelijkmatig verdeeld is.

5 Onderzoeksresultaten

In deze paragraaf presenteren we de uitkomsten van de samenhang tussen enkele ondernemingskenmerken en de aanwezigheid van opties. Verder presenteren we de resultaten van de spreiding van positief en negatief nieuws rondom de toekenningsdatum van opties aan bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen in Nederland.

Ondernemingskenmerken en de aanwezigheid van opties

Tabel 4 laat een aantal t-toetsen zien van ondernemingen zonder en met opties. De data hebben betrekking op het boekjaar 2001. Als er voor 2001 geen gegevens voorhanden waren, hebben we data genomen uit hetzij 2000, hetzij 2002. De hoogste drie en laagste drie waarnemingen zijn weggelaten. In het algemeen toont tabel 4 een zwakke positieve samenhang tussen ondernemingen met opties en rendement. Er is wel een significante samenhang tussen ondernemingsgrootte en de aanwezigheid van opties, zowel afgemeten naar de waarde van de totale activa, omzet, als marktwaarde. De vermogensstructuur noch de *market-to-book ratio* zijn significant verschillend voor ondernemingen zonder en met opties.

Persberichten rondom de datum van optietoekenning

Tabel 5 toont t-toetsen met *zeer positief* en *zeer negatief nieuws* voor en na de datum van de optietoekenning. De tabel laat zien dat *zeer negatief nieuws* vóór de optietoekenning wordt gepubliceerd en *zeer positief nieuws* erna. De samenhang tussen het toekenningsmoment en het soort nieuws is significant op 1-procentniveau. T-toetsen uitgevoerd voor positieve en negatieve berichten (respectievelijk categorie 4

MAB10_binnen.indd 483 29/09/10 9:39 AM

Tabel 4 Vergelijking van gemiddelden voor verschillende variabelen van ondernemingen zonder en met opties voor ondernemingsbestuurders

	Gemiddelde		
	zonder opties	met opties	t-waarde
Rendement eigen vermogen	1,02%	36,07%	-1,374
aantal	54	99	
Rendement totaal vermogen	-1,35%	1,55%	-1,049
aantal	51	100	
Nettomarge	-9,76%	0,55%	-1,076
aantal	53	100	
Ln(totale activa)	5,287	6,358	-2,760 ***
aantal	55	103	
Ln(omzet)	5,401	6,298	-2,402 ***
aantal	56	103	
Ln(marktwaarde)	4,647	5,671	-2,780 ***
aantal	56	100	
Vreemd vermogen/eigen vermogen	1,094	2,441	-0,661
aantal	55	103	
Market-to-book ratio	1,076	2,722	-0,880
aantal	56	100	

Alle waarden hebben betrekking op het boekjaar 2001 of, indien dit boekjaar niet aanwezig is, het boekjaar dat het dichtste daarbij ligt (2000 of 2002). **Rendement eigen vermogen** = de nettowinst van de onderneming gedeeld door de boekwaarde van zijn eigen vermogen. **Rendement totaal vermogen** = de nettowinst van de onderneming gedeeld door de boekwaarde van zijn totale activa. **Nettomarge** = de nettowinst van de onderneming gedeeld door de netto-omzet. **Vreemd vermogen/eigen vermogen** = het totale vreemde vermogen van de de onderneming gedeeld door de boekwaarde van zijn eigen vermogen. **Ln(totale activa)** = de logaritme van de boekwaarde van het totale activa van de onderneming. **ln(omzet)** = de logaritme van de netto-omzet van de onderneming. **Ln(marktwaarde)** = de natuurlijke logaritme van de marktwaarde (het product van de aandelenkoers ultimo boekjaar en het aantal geplaatste aandelen) van de onderneming. **Market-to-book ratio** = de marktwaarde gedeeld door de boekwaarde van de onderneming. De hoogste drie en laagste drie waarnemingen zijn weggelaten.

* Geeft significantie aan op 10%, ** op 5%, en *** op 1%.

Tabel 5 Zeer positieve en zeer negatieve nieuwsberichten rondom de datum van optietoekenning

	vóór toekenning	na toekenning	t-waarde
Zeer positief nieuws	0,121	0,224	-2,941 ***
Zeer negatief nieuws	0,156	0,057	3,281 ***
aantal berichten	257	193	

De nieuwsberichten zijn afkomstig van de LexisNexis-database. De berichten zijn geclassificeerd in de volgende categorieën: zeer positief nieuws, positief nieuws, negatief nieuws en zeer negatief nieuws. De tabel toont de categorieën zeer positief nieuws en zeer negatief nieuws. Nieuwsberichten hebben betrekking op perspublicaties van de onderneming voor een periode van 30 handelsdagen voor tot 30 handelsdagen na de toekenning van opties aan de ondernemingsbestuurders.

*** Geeft significantie aan op 1%.

en 2,) leveren gelijksoortige uitkomsten op (niet getoond). Hetzelfde geldt wanneer t-toetsen worden uitgevoerd met de categorieën 4 en 5 enerzijds en 1 en 2 anderzijds gecombineerd (niet getoond).

Logistische regressies

Tabel 6 toont een viertal modellen waarin de samenhang tussen de timing en de aard van het persbericht rondom de toekenning van opties aan ondernemingsbestuurders wordt onderzocht, tezamen met een aantal controlevariabelen. De te verklaren variabele is een dummy. Deze heeft een waarde gelijk aan 0 als het persbericht vóór de toekenningsdatum wordt gepubliceerd; anders is de waarde 1. In elk model staan als verklarende variabelen de dummy's *zeer positief nieuws* en *zeer negatief nieuws*. Daarnaast zijn er per modelspecificatie één of meer controlevariabelen toegevoegd. *Zeer negatief nieuws* is in elke modelspecificatie significant en negatief. Dit betekent dat *zeer negatief nieuws* vóór de toekenningsdatum bekendgemaakt wordt. Slechts in model 4 is de dummy *zeer positief nieuws* significant; in de andere modelspecificaties is *zeer positief nieuws* wel positief gerelateerd aan de te verklaren variabele, maar de samenhang is zwak. In de jaren 2001, 2002 en 2003 blijkt er een significante samenhang tussen het tijdstip van de publicatie van het persbericht en het jaar van de toekenning van de optie. De andere controlevariabelen, de dummy voor de Smallcapmarkt, de natuurlijke logaritme van de marktwaarde en het rendement op de totale activa zijn geen van alle significant. Wanneer er rekening gehouden wordt met *outliers* blijven de uitkomsten van de regressies kwalitatief gelijk (niet vermeld). Ten slotte hebben wij regressies uitgevoerd per kalenderjaar overeenkomstig de modellen van tabel 6. Het blijkt dat de significantie van de nieuwsberichten per kalenderjaar geanalyseerd niet wezenlijk verschilt (niet vermeld).

6 Conclusie

In principe brengen aandelenopties de belangen van ondernemingsbestuurders en die van *outside* aandeelhouders meer op één lijn. Op deze manier wordt de waarde van een onderneming hoger, doordat agencykosten verlaagd worden: ondernemingsbestuurders, die in het bezit van aandelenopties zijn, zullen zich inspannen om de waarde van hun opties te verhogen en daarmee de waarde van de onderneming. Van belang is natuurlijk dat de voorwaarden, waaronder de opties die aan de ondernemingsbestuurders worden verstrekt, niet zodanig zijn dat het verminderen van de agencykosten wordt tegengewerkt. Ondernemingsbestuurders kunnen hun invloed proberen aan te wenden om zonder extra inspanningen de waarde van hun opties te verhogen. Het vermogen om de timing en de aard van de persberichten rondom de datum van

MAB10_binnen.indd 484 29/09/10 9:39 AM

Tabel 6 Logistische regressies van persberichten gepubliceerd rondom de toekenningsdatum van de opties

	Model 1		Model 2		Model 3		Model 4	
	coefficiënt	z-waarde	coefficiënt	z-waarde	coefficiënt	z-waarde	coefficiënt	z-waarde
Constante	-0.150	-0.240	0.039	0.120	0.172	0.580	0.222	0.820
Zeer Positief Nieuws	-0.389	1.320	0.396	1.370	0.375	1.280	0.480	1.780 *
Zeer Negatief Nieuws	-0.661	-1.700 *	-0.748	-1.940 *	-0.712	-1.850 *	-0.935	-2.580 **
Smallcap	0.339	1.100	0.291	1.370				
Dummy 2000	-0.479	-1.280	-0.478	-1.300	-0.465	-1.260	-0.314	-0.930
Dummy 2001	-0.932	-2.360 **	-0.982	-2.500 **	-0.969	-2.470 **	-0.941	-2.600 ***
Dummy 2002	-0.733	-1.780 *	-0.774	-1.940 *	-0.805	-1.970 *	-0.941	-1.960 **
Dummy 2003	-0.571	-1.520	-0.653	-1.760 *	-0.630	-1.690 *	-0.733	-1.680 *
Dummy 2004	-0.439	-1.150	-0.492	-1.300	-0.489	-1.290	-0.586	-1.220
Ln (Marktwaarde)	0.015	0.220						
Rendement TV	0.610	0.680			0.440	0.500		
Aantal waarnemingen		386		393		392		448
Chi^2		18.430 **		19.090 **		17.740 **		26.050
Pseudo R^2		0.035		0.036		0.034		0.041

Alle vier modelspecificaties zijn logistische regressies met dezelfde afhankelijke variabele. Dit is een dummy met een waarde 1 als het persbericht is gepubliceerd na de toekenningsdatum van de opties, anders is de waarde 0. De verschillende modellen laten de samenhang zien tussen het moment van toekenning en de aard van het nieuws tezamen met een aantal controlevariabelen. Deze zijn: smallcap = een dummy met een waarde 1 als de onderneming genoteerd is op de Smallcap Markt van Euronext Amsterdam, anders is de waarde 0. Dummy 2000, dummy 2001, dummy 2002, dummy 2003 en dummy 2004 = dummy's met een waarde 1, als voor het jaar 2000, 2001 enzovoort, anders is de waarde 0. Ln(marktwaarde) = de natuurlijke logaritme van de marktwaarde (het product van de aandelenkoers ultimo boekjaar en het aantal geplaatste aandelen) van de onderneming. Rendement TV = de nettowinst van de onderneming gedeeld door de boekwaarde van zijn totale activa.

* Geeft significantie aan op 10%, ** op 5% en *** op 1%.

optietoekenning te beïnvloeden, wijst op een zwakke *corporate governance* of niet-adequate wetgeving of beide.

Door de uitkomsten van wetenschappelijk onderzoek over manipulaties van ondernemingsnieuwsberichten en zelfs het antedateren van optietoekenningsdata, zijn opties aan ondernemingsbestuurders in een kwade reuk komen te staan. Als personeelsopties met name in tijden van sterke koersstijgingen gewild zijn, is het begrijpelijk dat personeelsopties de afgelopen jaren aan populariteit hebben ingeboet. Daarnaast is veel ophef ontstaan over de enorme bedragen die de bezitters van de opties ten deel vielen. De omvang van genoemde bedragen was in veel gevallen niet goed uit te leggen, noch aan de aandeelhouders van het desbetreffende bedrijf noch aan de werknemers.

Er is een groeiend aantal studies dat aantoont dat er een samenhang is tussen de toekenning van opties aan ondernemingsbestuurders en de timing en aard van de persberichten uitgebracht rondom de toekenningsdatum van de opties. In de Verenigde Staten hebben onder meer Yermack (1997), Aboody en Kasznik (2000), Chauvin en Shenoy (2000), Heron en Lie (2007) en Bebchuk et al. (forthcoming) hierover gepubliceerd. Van der Goot (2010) vindt vergelijkbare uitkomsten voor Nederland.

Deze studie gaat over de manieren waarop de waarde van opties toegekend aan ondernemingsbestuurders kan worden beïnvloed. Een manier om de aandelenkoers, waarop in het algemeen de uitoefenprijs van de opties is gebaseerd, te beïnvloeden, is het uitbrengen van persberichten. Om de waardestijging van de toegekende opties te maximeren, is het aantrekkelijk om goedkoop in het bezit van de opties te komen. Dit kan geschieden door vóór de datum van toekenning (zeer) negatief ondernemingsnieuws te publiceren. Daardoor zal de koers van het onderliggende aandeel en daarmee de koers van de opties dalen. Na de toekenning van de opties zal de waarde ervan kunnen toenemen door het uitbrengen van (zeer) positieve persberichten. Uit ons onderzoek blijkt dat opties vooral aan bestuurders van grotere ondernemingen worden verstrekt.

De meerderheid van de onderzochte persberichten (54 procent) is positief of zeer positief; 33 procent van de persberichten is negatief of zeer negatief. Als we de aantallen persberichten verdelen al naar gelang deze vóór of na de toekenningsdatum van de opties zijn uitgebracht, dan zien we echter een andere verdeling. Vóór de toekenningsdatum van de opties zijn er ongeveer evenveel positieve als negatieve

MAB10_binnen.indd 485 29/09/10 9:39 AM

berichten. Na de toekenningsdatum zijn de percentages positieve en negatieve berichten respectievelijk 72 en 19. Met behulp van t-toetsen vinden we een sterke samenhang tussen soort van nieuws en moment van publicatie: negatieve persberichten blijken vóór de toekenningsdatum te worden gepubliceerd, terwijl positieve berichten na de toekenningsdatum worden uitgegeven. Deze uitkomsten worden bevestigd door de logistische regressies, waarin een aantal controlevariabelen is opgenomen.

Er zijn nog veel vragen onbeantwoord, welke mogelijkheden voor verder onderzoek op kunnen leveren. De regelgeving met betrekking tot de publicatie van optietoekenningen na 1 september 2002 is niet meer veranderd. Desondanks is het interessant om de periode na 2004 te onderzoeken. Het zou immers kunnen zijn dat ondernemingen tot andere vormen van resultaatafhankelijke beloningen zijn overgegaan. Een andere onderzoeksvraag is of telkens dezelfde ondernemingen de bekendmaking van nieuwsberichten versnellen of vertragen. Een gedragsanalyse per onderneming kan antwoord geven op de vraag of telkens eenzelfde onderneming voor optietoekenning een negatief bericht uitbrengt en na optietoekenning een positief bericht. Evenzo zou kunnen worden onderzocht of een onderneming die in het ene jaar het persbericht voor de optietoekenning uitbrengt, dat in een volgend jaar na de optietoekenning doet. Ten derde kunnen de gevonden verbanden ook op een andere wijze worden begrepen: bijvoorbeeld als er negatieve persberichten zijn (en de koers daalt), is dit een goed moment om optiebeloning toe te kennen om daarmee de bestuurders te motiveren de neergaande lijn om te buigen. Negatieve persberichten gaan dan nog steeds aan optietoekenningen vooraf, maar zonder dat hierbij sprake is van timing door het bestuur. Ten slotte kan de mate van nieuwsmanipulatie ook een onderwerp voor toekomstig onderzoek zijn in relatie tot bijvoorbeeld het type board, het percentage internationale activiteiten van het bedrijf en het percentage buitenlanders in het bestuur. ■

Prof. dr. L.R.T. van der Goot is hoogleraar Financiële Analyse EDHEC Business School Nice en universitair hoofddocent Universiteit van Amsterdam.
E.M. Lufting MSc. heeft dit artikel op persoonlijke titel geschreven.

Literatuur

■ Aboody, D. en R. Kasznik (2000), CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 29, pp. 73-100.
■ Bebchuk, L., Y. Grinstein en U. Peyer, Lucky CEO's and lucky directors, *Journal of Finance*, forthcoming.
■ Chauvin, K. W. en C. Shenoy (2001), Stock price decreases prior to executive stock option grants, *Journal of Corporate Finance*, vol. 7, pp. 53-76.
■ Goot, L.R.T. van der (2010), Is it timing or backdating of option grants?, *International Review of Law and Economics*, vol. 30, pp. 209-217.
■ Goot, L.R.T. van der, en J. Heerschop (1999), De uitoefening van personeelsopties, Een onderzoek naar personeelsopties bij nieuw genoteerde Nederlandse ondernemingen, *Economisch en Sociaal Tijdschrift (Themanummer Ondernemingsparticipatie: de medewerker als stakeholder)*, vol. 53, no. 4, pp. 545-566.
■ Goot, L.R.T. van der, en P. Roosenboom (2006), Broad-based employee stock options grants and IPO firms, *Applied Economics*, vol. 38, no. 12, pp. 1343-1351.
■ Heron, R.A. en E. Lie (2007), Does backdating explain the stock price pattern around executive stock option grants? *Journal of Financial Economics*, vol. 83, pp. 271-295.
■ Lie, E. (2005), On the timing of CEO stock option awards, *Management Science*, vol. 51, no. 5, pp. 802-812.
■ Yermack, D. (1997), Good timing: CEO stock option awards and company news announcements, *Journal of Finance*, vol. 52, no. 2, pp. 449-476.

Noot

1 Dit artikel is gebaseerd op data die door prof. dr. Van der Goot ook zijn gebruikt in *Is it Timing or Backdating of Option Grants?* (te verschijnen in de *International Review of Law and Economics*). Wij zijn zeer erkentelijk voor de kanttekeningen en suggesties van een anonieme *reviewer*. Voorts willen wij de volgende personen bedanken voor hun hulp bij de totstandkoming van dit artikel: Najib Damghi, Noud van Giersbergen, Laurens van der Goot en Floris Hers. Voor alle eventuele fouten zijn alleen de auteurs verantwoordelijk.

MAB10_binnen.indd 486 29/09/10 9:39 AM