



**Universität
Zürich** ^{UZH}

**Bachelor of Arts in Wirtschaftswissenschaften
Institut für Banking und Finance**

Bachelorarbeit

Finanzielle Anreize, Freiräume in der Bericht- erstattung und Handelsaktivitäten von CEOs

Lehrstuhl: Prof. Dr. Thorsten Hens

Betreuerin: Dr. Kremena Bachmann

Verfasser: Moritz von Graffenried

Abgabedatum: 25. Oktober 2013

Executive Summary

Problemstellung und Zielsetzung

Die Prinzipal-Agenten-Theorie prophezeit opportunistische Handlungen eines Agenten, wenn divergierende Interessen zwischen Prinzipal und Agent vorherrschen und keine Überwachungs- und Kontrollmöglichkeiten von Seiten des Prinzipals vorhanden sind. Mit diesem Problem sind die Eigentümer, das breit gestreute Aktionariat grosser, kotierter Aktiengesellschaften (Prinzipal), häufig konfrontiert. Das von ihr eingesetzte Management (Agent) trifft einen Grossteil der Ausschüttungs- und Investitionsentscheide eines Unternehmens, kann aber unter Umständen von den Interessen der Eigentümer abweichende, kurzfristige Unternehmensziele verfolgen. Vielmehr können Exekutiventscheidungen mitunter sogar Unternehmenswerte der Aktionäre zerstören, währenddem sie für den einzelnen Manager lohnenswert sein können. Dies führte Ende des 20. Jahrhunderts zu Managemententschädigungen, welche stark von der Entwicklung des Unternehmenswertes abhängen, um so die langfristige Maximierung des *Shareholder Value* sicherzustellen. Der Anreiz eines Managers, den Aktienkurs seines Unternehmens zu steigern, erhöhte sich somit markant.

Die Beteiligung des Managements an der Wertentwicklung eines Unternehmens, führt aber zu neuen Möglichkeiten, opportunistische Handlungen von Seiten des Managements zu provozieren, welche nicht im Einklang mit den Zielen der Eigentümer des Unternehmens stehen. Ein Beispiel dafür ist das Betreiben von Earnings Management. Earnings Management bezeichnet dabei die Möglichkeit des Managements, das ausgewiesene Geschäftsergebnis aktiv und in seinem Sinne über die Buchführung in der Berichterstattung zu optimieren.

Das Ziel dieser Bachelorarbeit ist es, einen der möglichen Einflussfaktoren von Earnings Management, nämlich die persönlichen, unternehmensspezifischen Vermögensverhältnisse eines CEOs sowie dessen Handel mit unternehmensspezifischen Wertpapieren, genauer zu analysieren. Dafür wird zum einen der Zusammenhang zwischen der Zusammensetzung der persönlichen, unternehmensspezifischen Vermögensverhältnisse eines CEOs und dem Earnings Management seines Unternehmens untersucht. Zum anderen wird der Zusammenhang zwischen dem Earnings Management eines Unternehmens und den Handelsaktivitäten dessen CEOs mit unternehmensspezifischen Wertpapieren genauer betrachtet.

Vorgehen

Die vorliegende Arbeit ist in fünf Kapitel gegliedert. Im ersten Kapitel wird in die Fragestellung der Arbeit eingeführt und im zweiten Kapitel ein Überblick über die bestehende Literatur gegeben. Im dritten Kapitel werden die verwendeten Methoden und Daten präsentiert. Kapitel 4 zeigt, wie die Regressionen aufgebaut sind und es werden die berechneten Resultate präsentiert und interpretiert. Im fünften Kapitel werden die gewonnenen Erkenntnisse zusammengefasst und die Schlussfolgerung gezogen.

Earnings Management wird in dieser Arbeit anhand von sogenannten Accruals gemessen. Diese Accruals erfassen die Periodenabgrenzungen, welche den Cashflow aus Geschäftstätigkeit korrigieren, um ein realistisches Bild der Jahresperformance eines Unternehmens zu erhalten. Mit Hilfe des regressionsbasierten Modells von Jones (1991) werden die aggregierten Accruals für Unternehmen des S&P 500 Index im Zeitraum 1992 bis 2011 berechnet. Mittels der vom Modell identifizierten Einflussfaktoren „Umsatzveränderung“ und „Anlagevermögen“ wird dann geschätzt, welcher Anteil der Accruals auf dem operativen Geschäftsgang und den Gegebenheiten eines Unternehmens basieren, und welcher Anteil den Eigeninteressen des Managements zugeschrieben werden kann. Diese sogenannten diskretionären Accruals dienen in dieser Arbeit als Mass für diskretionäres Earnings Management.

Mit Hilfe einer Anreizformel, welche den relativen Vermögenszuwachs eines CEOs im Verhältnis zu seiner jährlichen Gesamtentschädigung im Falle einer einprozentigen Änderung des Aktienkurses dessen Unternehmens misst, wird der Einfluss der Zusammensetzung des persönlichen, unternehmensspezifischen Vermögens eines CEOs auf die Accruals seines Unternehmens untersucht.

Die Accruals als Mass für Earnings Management werden weiter in einem zweiten Schritt dazu benutzt, den Zusammenhang zwischen dem Earnings Management eines Unternehmens und den Handelsaktivitäten dessen CEOs zu analysieren. Die Handelsaktivitäten bezeichnen dabei jährlich die Summe aus Aktienkäufen abzüglich der Summe aus Aktienverkäufen sowie dem Gewinn aus der Ausübung von Optionen eines CEOs.

Resultate

Die präsentierten Resultate der Analyse von Earnings Management in Unternehmen zeigen,

dass es einen Zusammenhang zwischen der Zusammensetzung des persönlichen Vermögens eines CEOs und dem Ausmass an Earnings Management im jeweiligen Unternehmen gibt. Im Einzelnen wird festgestellt, dass eine vermehrte Incentivierung des CEOs am Marktwert seines Unternehmens, sei dies mit Aktien oder Optionen, positiv mit dem betriebenen Earnings Management in seinem Unternehmen zusammenhängt. Entgegen den ursprünglichen Erwartungen ist kein Trend zu beobachten, dass das unterschiedliche Payoffprofil, welches Optionen gegenüber Aktien aufweisen, zu höheren Anreizen führt, Earnings Management zu betreiben.

Weiter zeigt die Analyse der Handelsaktivitäten der CEOs, dass das Betreiben von Earnings Management in einem Unternehmen positiv mit der Handelsaktivität seines CEOs im selben Jahr zusammenhängt. Für die Erweiterung der Analyse und den Einbezug der Handelsaktivität eines CEOs im Folgejahr des Jahres, in welchem Earnings Management betrieben wurde, dreht dieser Effekt. Der Zusammenhang zwischen Earnings Management in einem Unternehmen und den Handelsaktivitäten dessen CEOs im Folgejahr ist negativ.

Die Vereinbarung der Interessen von Management und Aktionariat durch die verstärkte Beteiligung des Managements an der Entwicklung des Unternehmenswertes kann neue opportunistische Handlungen der einzelnen Manager provozieren, wie z. B. Earnings Management oder Insiderhandel. Die Behauptung könnte aufgestellt werden, dass man sich mit der Entledigung des einen Problems - z.B. Zerstörung von Unternehmenswert durch *Empire Building* (vgl. Jensen, 1993) - ein anderes neues Problem geschaffen hat, nämlich Zerstörung von Unternehmenswert durch schädliches Earnings Management und Insiderhandel, welches zur Verfolgung persönlicher Ziele einzelner Manager dient. Grundsätzlich ist aber zu vermerken, dass der von Jensen und Murphy (1990) beschriebene „bürokratisch handelnde“ CEO der 80er Jahre endgültig der Vergangenheit angehört und sich CEOs zu den wertmaximierenden Unternehmern gewandelt haben, wie dies Jensen und Murphy forderten.

Referenzen

Jensen, M. 1993. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance* 48 (July): 831 – 880.

Jensen, M. und K. J. Murphy. 1990. CEO Incentives. It's not how much you pay, but how. *Harvard Business Review* 3 (May – June): 138 – 153.

Jones, J. 1991. Earnings Management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research* 29: 193 – 228.