

# De politieke verbondenheid en de verloningsstructuur van directors in de VS

**Jeffrey Brits**

R0378190

Masterproef aangeboden tot  
het behalen van de graad

MASTER IN DE HANDELSWETENSCHAPPEN

Promotor: Dr. James Thewissen  
Werkleider: Dr. James Thewissen

Academiejaar 2015-2016



# Inhoud

<b>Abstract</b> .....	<b>3</b>
<b>1 Inleiding</b> .....	<b>4</b>
<b>2 Literatuuroverzicht</b> .....	<b>5</b>
2.1 <i>Verloningsstructuur van directors</i> .....	5
2.1.1 Algemene informatie in verband met verloning van directors .....	5
2.1.2 Maatstaven van variabiliteit van verloning .....	5
2.1.3 Delta als maatstaf voor risico en rendement.....	6
2.2 <i>Politieke verbondenheid van directors</i> .....	6
2.2.1 Karakteristieken van directors met politieke verbondenheid.....	7
2.2.2 Meten van politieke betrokkenheid van een directors .....	7
<b>3 Onderzoek</b> .....	<b>8</b>
3.1 <i>Onderzoeksvraag</i> .....	8
3.2 <i>Hypothesen</i> .....	8
<b>4 Omschrijving van de dataset en de variabelen.</b> .....	<b>10</b>
4.1 <i>De dataset</i> .....	10
4.2 <i>De variabelen</i> .....	10
4.2.1 De afhankelijke variabelen .....	11
4.2.2 Onafhankelijke variabelen .....	11
4.2.3 Controle variabelen .....	12
<b>5 Bespreking van de resultaten</b> .....	<b>12</b>
5.1 <i>Univariate analyse</i> .....	13
5.2 <i>Correlaties</i> .....	14
5.3 <i>Regressie modellen</i> .....	15
<b>6 Conclusie</b> .....	<b>21</b>
<b>7 Referenties</b> .....	<b>22</b>
<b>Bijlage 1: Extra regressie tabellen</b> .....	<b>B.1</b>
<b>Bijlage 2: Bespreking robustness check</b> .....	<b>B.4</b>

## **Abstract**

De verloning van directors is een complex gegeven dat afhangt van tal van factoren, waaronder de leeftijd van de director, de sector waarin het bedrijf actief is enzovoort. Eerder onderzoek gaat in op aspecten zoals het effect van geslacht, verschillende verloningsstructuren, het agency probleem en tal van andere onderwerpen. Mijn onderzoek, dat werd uitgevoerd op basis van de verloning en politieke voorkeur van Amerikaanse directors, wijst er echter op dat de politieke voorkeur ook een invloed heeft op de verloning van de directors in kwestie. Meer bepaald zijn er aanwijzingen dat directors met een uitsproken democratische voorkeur een meer risicovolle verloningsportefeuille aanhouden en bij gevolg ook een hoger potentieel inkomen hebben dan hun republikeinse tegenhangers.

## **Dankwoord**

Ik wil mijn promotor Prof. Dr. James Thewissen bedanken voor zijn bijdragen aan dit werk. In het bijzonder omwille van zijn werk in verband met het verzamelen van data en het bijstaan met raad en feedback op de gepaste momenten.

Daarnaast wil ik ook mijn medestudenten bedanken die me steunden tijdens het maken van dit werk en mij raad gaven wanneer ik deze nodig had.

# 1 Inleiding

De laatste jaren ontstaat er een steeds grotere polarisatie tussen de twee grootste politieke partijen in de Verenigde Staten. Een van de vele thema's dat vaak ter discussie staat is de economische gelijkheid en het hieraan gerelateerde minimum inkomen van de "working class" en maximum inkomen van de "C-suite". Dat er door beide partijen niet steeds op dezelfde manier wordt gedacht, wordt duidelijk in volgende voorbeelden.

Naar aanleiding van de economische crisis stelde President Obama al in 2009 voor om de verloning van CEO's te beperken tot \$500.000 en dit in het bijzonder voor bedrijven die overheidssteun kregen. Hierdoor botste hij op heel wat commentaar van de republikeinse oppositie. Onder andere Senate Minority Whip Jon Kyl vond het on-Amerikaans dat een overheid bedrijven dicteert hoe en hoeveel ze hun personeel moeten betalen (Grim, 2009) & (Lublin & Weisman, 2009).

Recent wees presidentskandidate Hillary Clinton nog op het feit dat er een enorm verschil is tussen de verloning van CEO's en de gemiddelde Amerikaan. Ze bekritiseerde het feit dat CEO's maar liefst 300 keer meer verdienen dan hun werknemers (Harwell & McGregor, 2015). Dit bevestigde Clinton nog eens in haar reactie op de uitspraak van Jeb Bush die beweerde dat de Amerikaanse middenstand harder moest werken indien ze meer willen verdienen. Clinton zei dat niet het personeel maar de directie van bedrijven het probleem zijn (Cohn, 2015).

Anderzijds hebben de twee partijen ook niet dezelfde mening wat betreft de minimumloon regelgeving. Waar de twee belangrijkste democratische presidentskandidaten er voor ijveren om het minimum loon op te trekken tot \$15 per uur (Jacobson, 2016), prediken republikeinse kandidaten dat dit een zeer grote fout zou zijn en dat dit de Amerikaanse competitiviteit zou schaden op internationaal economisch vlak.

Dit alles wekt de vraag op of directors met een democratische voorkeur dan minder verdienen dan hun republikeinse collega's. Of dat deze verloning op zijn minst op een andere manier gebeurt.

Het effect van deze polarisatie wordt in de literatuur reeds in verband gebracht met tal van andere onderwerpen zoals tax avoidance, CSR en resultaten van beleggers, echter nog niet met de verloning van directors. Daarbovenop is de verloning van directors een zeer populair maar complex onderwerp in de literatuur (Sigler & Sigler, 2015).

Aan de hand van wat reeds onderzocht werd in de literatuur kan er verwacht worden een verschil te zien tussen de verloning van republikeinen en democraten, daar republikeinen in de literatuur omschreven worden als risicoavers. Democraten daarentegen worden als minder risicoavers omschreven. Hierdoor kan er verondersteld worden dat de verloning van republikeinen voor een groter deel zal bestaan uit vaste inkomensbronnen zoals vast salaris. De verloning van democraten zal daarentegen voor een groter deel bestaan uit bonussen en aandelen opties.

In dit werk wordt eerst een overzicht gegeven van de bestaande literatuur omtrent het reeds gevoerde onderzoek omtrent dit onderwerp. Specifieker wordt ingegaan op de politieke voorkeur van managers enerzijds en verloning van managers anderzijds. Vervolgens

worden de onderzoeksvraag en onderzoekshypothesen toegelicht om tot slot te komen tot de bespreking van de resultaten.

## **2 Literatuuroverzicht**

In dit deel van dit werk wordt er ingegaan op wat reeds onderzocht werd in verband met het thema. Daar dit onderzoek de link tracht te leggen tussen twee thema's, namelijk verloning en de politieke voorkeur van directors, worden deze twee delen elk apart onder de loep genomen in dit literatuuroverzicht. Het eerste deel behandelt de reeds bestaande literatuur in verband met de verloning van directors. Daarna wordt de literatuur in verband met politieke voorkeur van directors besproken.

### **2.1 Verloningsstructuur van directors**

#### **2.1.1 Algemene informatie in verband met verloning van directors**

Voor er echt ingegaan wordt op de variabiliteit van de verloning en hoe deze gemeten kan worden is het interessant na te gaan waaruit de verloningspakketten van directors bestaan en waarom men hiervoor kiest. Sigler & Sigler (2015) geven aan dat verloningspakketten van directors enorm complex zijn en onder andere bestaat uit een basis salaris, cash bonussen, een verloning op basis van aandelen, extra legale voordelen, aandelenopties enzovoort. Sigler & Sigler (2015) geven hier ook een verklaring voor op basis van de agency probleem theorie. Aangezien directors mensen zijn die hun eigen nut wensen te maximaliseren kan het zijn dat ze niet altijd het belang van de eigenaars voor ogen hebben. Wanneer de verloning van de CEO voor een deel gebaseerd is op aandelen of opties kan dit probleem gereduceerd worden. Door het strategisch opbouwen van de CEO verloning kunnen de belangen van de CEO en de eigenaars aan elkaar verbonden worden. Deze uitspraken worden ook kracht bijgezet door onder andere Lord & Saito (2012) die schrijven dat het tegengaan van het agency probleem één van de belangrijkste redenen is voor het toekennen van aandelen en opties aan CEO's. Recenter onderzoek toont echter aan dat het uitkeren van aandelenopties aan bedrijfsleiders juist kan leiden tot ongewenst gedrag zoals earnings management. Niettemin tonen Lord & Saito (2012) hoe de verloning van een manager kan bijdragen tot het verlagen van het risico wat ze dragen. In hun werk opteren zij ervoor om de structuur van de CEO verloningen te simplificeren tot de vier hoofdbestanddelen: salaris, bonussen, opties en restricted stocks en definiëren salaris als het enige vaste onderdeel van de verloning.

#### **2.1.2 Maatstaven van variabiliteit van verloning**

Een eerste maatstaf voor het testen van het risico dat gehanteerd wordt in het werk van Lord & Saito (2012) zijn de verhoudingen tussen vaste en variabele inkomsten. Zo worden de ratio's van de bestanddelen van de CEO vergoedingen met elkaar vergeleken. Hierbij veronderstellen ze dat het percentage vast inkomen hoger zal zijn bij meer risicoaverse managers. Dit ligt in lijn van de resultaten die eerder gevonden werden door Di Mauro & Musumeci (2011). Zij vonden dat mensen met een grotere affiniteit voor risico kiezen voor een verloningspakket met meer variabel inkomen.

Een andere maatstaf voor de variabiliteit van de inkomsten van de CEO die wordt voorgesteld in Lambert, Larcker en Verrecchia (1991) is het risico van het individuele aandeel van het bedrijf. Aangezien een deel van de verloning van de manager in de vorm van aandelen gebeurt, zijn de beleggingsportefeuilles van deze managers vaak niet optimaal gediversifieerd en zijn ze in sterke mate blootgesteld aan het bedrijfsspecifieke risico (Lord & Saito, 2012). Wanneer managers meer risicoavers zijn zullen zij dit deel van hun verloning anders gaan waarderen dan managers die minder risicoavers zijn (Lambert et al., 1991).

Een laatste maatstaf voor de variabiliteit van het verloningspakket is de delta van de aandelenportefeuille die worden toegekend aan de managers als deel van hun verloning. Deze delta geeft de gevoeligheid van het inkomen weer ten opzichte van de waarde van het aandeel van het bedrijf (Lord & Saito, 2012).

Tot slot merken we op dat bonussen van CEO's maar in zeer beperkte mate bepaald worden door de prestaties van een bedrijf. Daarnaast worden CEO's dan ook nog hoofdzakelijk betaald in vast salaris en bonussen, veel minder in aandelen of opties (Jensen & Murphy, 1990).

### **2.1.3 Delta als maatstaf voor risico en rendement**

Delta wordt in de literatuur in verband gebracht met het nemen van risico. Zo schreven Grant, Markarian & Parbonetti (2009) bijvoorbeeld dat omdat delta een indicatie is van hoe afhankelijk het inkomen van de director is ten opzichte van het aandeel van het bedrijf, er een positief verband is tussen delta en het risico dat een director bereid is te nemen. Dit wil zeggen dat wanneer het inkomen van een director meer afhankelijk is van het aandeel van het bedrijf, hij meer bereid zal zijn risico te nemen om het aandeel in waarde te doen stijgen.

Daarboven komt het feit dat in de financiële wereld aangenomen wordt dat er een positief verband bestaat tussen risico en het verwachte rendement (Gehr, 1979). Concreet verwacht men dus dat wanneer er meer risico genomen wordt er ook een grotere potentiële winst is.

## **2.2 Politieke verbondenheid van directors**

In dit tweede deel van het literatuuroverzicht zal er gefocust worden op de politieke verbondenheid van CEO's. Specifieker wordt er gekeken naar de literatuur over twee elementen hiervan. Enerzijds wordt de politieke voorkeur van managers gekoppeld aan enkele karakteristieken. Dit gebeurt aan de hand van Tabel 1 die een samenvatting geeft van wat hier over reeds onderzocht werd. Anderzijds wordt er gekeken hoe politieke verbondenheid gedefinieerd en gemeten wordt in de literatuur.

## 2.2.1 Karakteristieken van directors met politieke verbondenheid

Tabel 1: Karakteristieken van directors met politieke verbondenheid

Republikeinen	Democraten
<b>Conservatief</b> (Hutton, Jiang, & Kumar, 2014)	Liberaal (Hutton et al., 2014)
<b>Minder schulden</b> (Hutton et al., 2014)	Houden meer schulden aan (Hutton et al., 2014)
<b>Aanvaarden ongelijkheid</b> (Jost, Glaser, Kruglanski, & Sulloway, 2003)	Voor economische gelijkheid (Jost, 2006)
<b>Oog voor traditie en stabiliteit</b> (Jost, 2006)	Zien verandering als positief (Jost, 2006)
<b>Minder investeringen in R&amp;D</b> (Jost, 2006)	Meer oog voor CSR (Chin, Hambrick, & Treviño, 2013)
<b>Vermijden onzekerheid</b> (Jost et al., 2003)	Meer risicovolle investeringen (Hutton et al., 2014; Jiang, Kumar, & Law, 2015)
<b>Individualistisch</b> (Chin et al., 2013)	
<b>Winstgevender (op de korte termijn)</b> (Hutton et al., 2014)	

Een vaak terugkerend element in de literatuur is dat republikeinen over het algemeen veel conservatiever zijn dan democraten. Hutton et al. (2014) noemen conservativiteit zelfs het “halmark” van de republikeinse partij. Dit leidt volgens de meerderheid van de auteurs dan ook tot minder risicovolle beslissingen.

Ook kan er een significant verschil in risicoaversie gezien worden tussen mannen en vrouwen. Volgens het onderzoek van Dawson & Henley (2015) zijn mannen significant minder avers voor risico dan vrouwen. Ook niet onbelangrijk is om te weten dat de leeftijd van mensen er toe leidt om andere investeringsbeslissingen te maken. Oudere mensen zullen opteren voor eerder risicoloze investeringen waar jongere personen meer risico durven nemen (Harvey & Scott, 1997).

## 2.2.2 Meten van politieke betrokkenheid van een directors

Op basis van de gegevens die vrijgegeven worden door de “Federal Election Commission” (FEC) kan er nagegaan worden aan welke partij de verschillende managers gedoneerd hebben ter steun van hun campagne. Deze gegevens kunnen vervolgens gebruikt worden als proxies voor politieke verbondenheid (Jiang et al., 2015). Ze stellen dan ook voor om managers die 100% van hun donaties schenken aan de republikeinse partij als conservatief te beschouwen.

Een andere methode die gebruikt kan worden om de relatie te bepalen tussen een director en een partij is door het aantal donaties aan verschillende personen op te tellen en dit als proxy te gebruiken voor de betrokkenheid (Cooper, Gulen, & Ovtchinnikov, 2010).

In het onderzoek dat Hutton et al. (2014) voerde, maakten zij gebruik van een zelf gecreëerde variabele die gebruikt werd als proxy voor het testen van politieke verbondenheid van de managers. Deze variabele werd gemaakt op basis van een dummy variabele waarbij voor elke periode werd bijgehouden of de manager enkel doneert aan de republikeinse partij of niet. Vervolgens creëren ze hiervan een variabele die per

manager weergeeft hoeveel percent van de tijd zijn/haar donaties enkel uitgaan naar de republikeinse partij (Hutton et al., 2014).

Tot slot biedt het werk van Christensen, Dhaliwal, Boivie, & Graffin (2015) nog een alternatieve methode. Zij maken net als bovenstaande auteurs gebruik van de data die beschikbaar is via de website van de FEC, maar creëren hiermee een continue variabele die tussen de +1 en -1 ligt. Ze doen dit door de donaties die geschonken worden aan democratische kandidaten af te trekken van deze die geschonken worden aan republikeinse kandidaten en dit te delen door de som van donaties. Waarbij +1 staat voor 100% van de donaties werden geschonken aan republikeinen en -1 staat voor 100% van de donaties werden schonken aan democraten.

### **3 Onderzoek**

In dit deel van mijn onderzoek wordt in eerste instantie de onderzoeksvraag besproken om vervolgens dieper in te gaan op de hypothesen die hieruit voortvloeien.

#### **3.1 Onderzoeksvraag**

In dit werk wordt onderzocht of de politieke voorkeur van Amerikaanse directors een invloed heeft op hun verloningspakket. Op basis van de reactie van presidentskandidate Hillary Clinton op de “CEO pay gap” en de tegengestelde meningen van de twee belangrijkste partijen wat betreft verloning zou men verwachten dat democratische CEO’s en andere directors anders verlonen worden dan hun republikeinse tegenhangers. Sterker nog daar Clinton een democratische presidentskandidate is, en zij niet achter deze “CEO pay gap” staat zou er zelfs verwacht kunnen worden dat democratische directors minder verdienen dan republikeinse directors. In het literatuur overzicht in deel 2 van dit werk kan echter gelezen worden dat er aanwijzingen zijn die in de andere richting wijzen.

In de literatuur wordt gesuggereerd dat managers met een republikeinse voorkeur eerder conservatief zijn en bij gevolg dus meer risicoavers zijn. Democratische managers daarentegen zijn liberaler en dus meer geneigd om risico te nemen. Di Mauro & Musumeci. (2011) tonen aan dat er wel degelijk een link is tussen risicoaversie en hun gewenste verloningsstructuur. In deze masterproef wordt er nagegaan of deze lijn kan worden doorgetrokken naar de verloning van de directors op basis van hun politieke voorkeur.

#### **3.2 Hypothesen**

Gebaseerd op wat reeds onderzocht werd in de literatuur in verband met bedrijfsbeslissingen van directors met een uitgesproken politieke voorkeur wordt er verwacht een significant verschil te zien tussen de inkomensstructuur van directors met een republikeinse dan wel met een democratische politieke voorkeur. Concreet wordt de



eerste hypothese geformuleerd als volgt. **Hypothese 1:** Het inkomen van republikeinse directors bestaat uit een groter deel uit vast inkomen dan dat van democratische directors.

Hierdoor stelt zich het probleem dat er gedefinieerd moet worden hoe de variabiliteit van het inkomen gemeten wordt. Enerzijds kan dit aan de hand van de methode die gebruikt wordt in het werk van Lord & Saito (2012) waar het inkomen wordt opgedeeld in vier verschillende categorieën: salaris, bonussen, opties en “restricted stock grants”. Hier vertegenwoordigd salaris het vaste deel van het inkomen daar dit vast staat voor de duur van de verloningsovereenkomst. De drie andere categorieën worden dan aanzien als variabel inkomen. Anderzijds wordt er in dit werk ook gebruik gemaakt worden van de variabiliteit van het verloningspakket ten opzichte van de waarde van het aandeel van het bedrijf (Delta). Dit wordt gebruik omdat de verloning van directors vaak ook bestaat uit financieel actief (Lambert et al., 1991). Deze Delta geeft weer hoe sterk de verloning van de director afhangt van de prijs van het aandeel en bij gevolg is deze delta een goede indicator voor de variabiliteit van het inkomen van de directors (Lord & Saito, 2012).

Door de onderverdeling van het inkomen in deze vier categorieën kan de onderzoeksvraag onderverdeeld worden in vier kleinere deel vragen. Ten eerste kan er worden na gegaan of het inkomen van republikeinen bestaat uit een groter aandeel salaris dan dat van democraten. Omgekeerd wordt er verwacht dat het deel uit de drie andere inkomens categorieën groter is bij democratische dan bij republikeinse directors.

**Hypothese 1A:** De Delta wordt kleiner naar maten de director republikeins is.

**Hypothese 1B:** De verloning van de director bestaat voor een groter deel uit salaris naar maten de director republikeins is.

**Hypothese 1C:** De verloning van de director bestaat voor een kleiner deel uit bonussen naar maten de director republikeins is.

**Hypothese 1D:** De verloning van de director bestaat voor een kleiner deel uit aandelen opties naar maten de director republikeins is.

**Hypothese 1E:** De verloning van de director bestaat voor een kleiner deel uit aandelen naar maten de director republikeins is.

Tot slot wordt er nagegaan of er interactie effecten spelen, zo verwachten we door het significant verschil in risicoprofiel tussen mannen en vrouwen ook een verschil in de verloning tussen mannen en vrouwen. Aangezien vrouwen meer risicoavers zijn verwachten we dat dit het effect op de verloning van republikeinse directors zal versterken. Concreet wordt volgende stelling geponeerd, **Hypothese 2A:** Interactie tussen politieke voorkeur en geslacht zal er voor zorgen dat het effect van republikeinse directors zal versterkt worden wanneer de director ook vrouwelijk is.

Een volgend interactie effect dat kan worden onderzocht is deze tussen politieke voorkeur en de Staat waar het bedrijf van de director is gevestigd. Zo kan er verwacht worden dat staten die aanzien worden als zuidelijke staten zoals Texas en Missouri die conservatiever

zijn, het effect van een reeds conservatieve director zullen versterken. Concreet stellen we **hypothese 2B** als volgt op: Interactie tussen politieke voorkeur en de Staat waar een bedrijf gevestigd is zal er voor zorgen dat het effect op het inkomen van een reeds conservatieve director zal worden versterkt wanneer het bedrijf gevestigd is in een conservatieve Staat.

Als laatste interactie effect wordt na gegaan of de leeftijd van de director een invloed heeft op de wijze waarop deze verloond wordt. Aangezien oudere personen minder risicovolle investeringsbeslissingen nemen wordt **hypothese 2C** als volgt op: Interactie tussen de politieke voorkeur en de leeftijd van de director zal er voor zorgen dat het effect op het inkomen van een reeds conservatieve director zal worden versterkt.

## **4 Omschrijving van de dataset en de variabelen.**

In dit deel van de paper wordt omschreven hoe de dataset verkregen werd en hoe de verschillende variabelen, die in dit onderzoek gebruikt worden gedefinieerd zijn.

### **4.1 De dataset**

De dataset die in dit onderzoek gebruikt wordt is een gemende dataset die zowel informatie bevat over de verloning van de directors als over hun politieke voorkeur. Daarnaast bevat deze ook algemenere informatie over het bedrijf en specifieke kenmerken van de verschillende directors. Voor de data in verband met de politieke voorkeur werd gebruik gemaakt van de data die beschikbaar is op de website van The Federal Election Commision. Wat betreft de data in verband met verloning wordt gebruik gemaakt van de EXECUCOMP database die informatie bevat in verband met kenmerken van directors en hun verloning. Daarnaast werd ook gebruik gemaakt van Compustat voor bedrijfsspecifieke kenmerken.

Deze verschillende bronnen van data worden samengevoegd waardoor niet voor elke periode alle data beschikbaar is, de regressie die ik op deze data toepas, herkent dit en werkt enkel verder met de observaties waar voor elke variabele waarden aanwezig zijn.

### **4.2 De variabelen.**

In dit deel wordt toelichting gegeven over hoe variabelen berekend werden in dit onderzoek en waarom. Als ook waarom sommige variabelen gekozen werden als afhankelijke of controle variabele. Eerst worden de afhankelijke besproken vervolgens de onafhankelijke en tot slot de controle variabelen. In dit onderzoek hanteren we data over de periode van 2007 tot 2014

#### 4.2.1 De afhankelijke variabelen

Tabel 2: Afhankelijke variabelen

Variabele	Definitie
<b>Delta</b>	Gevoeligheid van het inkomen van de director op basis van de waarde van het aandeel van het bedrijf.
<b>%Salaris</b>	Percentage van het totale inkomen dat bestaat uit salaris
<b>%Bonus</b>	Percentage van het totale inkomen dat bestaat uit bonussen
<b>%Aandelen_Opties</b>	Percentage van het totale inkomen dat bestaat uit aandelen opties
<b>%Aandelen</b>	Percentage van het totale inkomen dat bestaat uit aandelen

De Delta die in dit werk gebruikt wordt is dezelfde als die in het werk van (Arslan-Ayaydin, Boudt, & Thewissen, 2016). Zoals wordt aangegeven in het werk van Lord & Saito (2012) is het verstandig het inkomen van de directors te vereenvoudigen naar slechts enkele variabelen Salaris, Bonussen, Aandelen opties en Aandelen. De som van deze onderdelen vormt dan het totale inkomen. Vervolgens wordt voor elk van deze delen het percentage berekend dat het uitmaakt van het totale inkomen.

#### 4.2.2 Onafhankelijke variabelen

Tabel 3: Onafhankelijke variabelen.

Variabele	Definitie
<b>Politieke Voorkeur</b>	De politieke voorkeur van de director.
<b>Vrouw</b>	Dummy variabele die aangeeft of een director vrouwelijk is
<b>Leeftijd</b>	De leeftijd van de director
<b>Zuid</b>	Dummy variabele die aangeeft of de staat een zuidelijke of een noordelijke staat is.
<b>Interactie_Vrouw</b>	Interactieterm tussen de politieke voorkeur van de director en het geslacht
<b>Interactie_Leeftijd</b>	Interactieterm tussen de politieke voorkeur van de director en de leeftijd
<b>Interactie_Staat</b>	Interactieterm tussen de politieke voorkeur van de director en de Staat waar het bedrijf gevestigd is.

In Tabel 3 worden de onafhankelijke variabelen die in dit onderzoek gebruikt worden weergegeven. De variabele in verband met de politieke voorkeur van de director is gebaseerd op individuele donaties die de directors hebben gemaakt aan verschillende politieke kandidaten. Deze variabele wordt gecreëerd naar het voorbeeld van (Christensen et al., 2015)  $Pol_{Voorkeur} = \frac{Republikeinse\ Donaties - Democratische\ Donaties}{Totale\ Donaties}$ . Op deze manier

bekomen we een continue variabele die reikt van +1 tot -1 waarbij +1 aangeeft dat alle donaties uit gingen naar republikeinse politieke kandidaten en -1 geeft weer dat alle donaties uit gingen naar democratische kandidaten. Op basis hiervan kan dus de politieke voorkeur van de director zelf bekeken worden. De interactie termen worden gebruikt om te testen of dit het effect van de politieke voorkeur op het inkomen versterkt dan wel verminderd. Voor de variabele die de politieke voorkeur van de directors weergeeft wordt een lange termijn gemiddelde genomen daar er van uit kan worden gegaan dat een politieke voorkeur niet echt veranderd door de tijd en dat deze keuze vaak gebaseerd is op waarden en normen die deze personen met zich mee dragen.

#### 4.2.3 Controle variabelen

Tabel 4: Controle variabelen.

Variabele	Definitie
<b>Benoeming</b>	De duur waarvoor de director benoemd is in zijn functie
<b>ROA</b>	Return on Assets van het bedrijf
<b>M/B</b>	De Market to Book waarde van het bedrijf
<b>Grootte</b>	De grootte van het bedrijf

Voor de controle variabelen kan er een onderscheid gemaakt worden tussen variabelen die director specifiek of bedrijfsspecifiek zijn. Benoeming is een director specifieke variabele, deze variabele kan bepalend zijn voor de variabiliteit van het inkomen daar een director andere beslissingen kan nemen wanneer hij zeker is dat hij voor langere tijd voor het zelfde bedrijf gaat werken. De andere controle variabelen zijn alle drie bedrijfsspecifieke variabelen. De return on assets kan even zeer bepalend zijn voor de manier waarop het zijn directors verloond daar dit een belangrijke weerspiegeling geeft van de rendabiliteit van het bedrijf. De Market to Book waarde van het bedrijf is een indicator voor het groei potentieel van het bedrijf, dit is ook een bepalend aspect voor de verloning van directors aangezien een bedrijf met een hoge Market to Book waarde een sterk potentieel heeft. Tot slot wordt ook de variabele grootte gebruikt, ook dit kan van belang zijn bij het onderzoeken van de verloningsstructuur van directors daar grote bedrijven vaak een andere manier van verloning hanteren dan kleinere bedrijven.

## 5 Bespreking van de resultaten

In dit hoofdstuk worden de bevindingen van het werk besproken en wordt uitgelegd hoe deze resultaten gekomen zijn. Eerst wordt er gekeken naar een univariate analyse als wijze van kennismaking met de dataset om vervolgens over te gaan naar een multivariate analyse aan de hand van een lineaire regressie.

## 5.1 Univariante analyse

In Tabel 5 worden de beschrijvende statistieken van de afhankelijke variabelen weergegeven. De besproken variabelen zijn alle vijf reeds gewinsorized om te compenseren voor extreme observaties die de dataset anders zouden kunnen vertekenen. Zeer opvallend zijn de lage mediaan en kwartiel waarden bij de variabele %Bonus, dit wijst erop dat bonussen slechts een klein deel uitmaakt van het totale inkomen van directors. Ook voor opties is het opmerkelijk dat het eerste kwartiel 0 is wat ook hier wijst op het feit dat een groot deel van de directors niet worden verloond aan de hand van Aandelen opties.

**Tabel 5: Beschrijvende statistiek afhankelijke variabelen**

Variabele	Std. Deviatie	1 <sup>ste</sup> Kwartiel	Mediaan	Gemiddelde	3 <sup>de</sup> kwartiel
<b>WDelta</b>	1752,892	246,0	615,2	1346,7	1574,5
<b>W%Salaris</b>	0,273	0,173	0,279	0,373	0,475
<b>W%Bonus</b>	0,132	0,000	0,000	0,051	0,000
<b>W%Aandelen_Opties</b>	0,230	0,000	0,165	0,216	0,385
<b>W%Aandelen</b>	0,286	0,136	0,425	0,405	0,644

Bron: Eigen verwerking

In Tabel 6 wordt de beschrijvende statistiek weergegeven van de onafhankelijke variabelen van dit onderzoek. De variabele die hier het belangrijkste is, is de politieke voorkeur daar deze ons in de mogelijkheid stelt om de hoofdonderzoeksvraag te beantwoorden. Ook deze variabelen zijn reeds gewinsorized waar mogelijk.

**Tabel 6: Beschrijvende statistiek onafhankelijke variabelen**

Variabele	Std. Deviatie	1 <sup>ste</sup> Kwartiel	Mediaan	Gemiddelde	3 <sup>de</sup> kwartiel
<b>Politieke Voorkeur</b>	0,765	0,333	0,710	0,340	1
<b>Vrouw</b>	0,143	0	0	0,021	0
<b>WLeeftijd</b>	6,590	51	56,00	55,99	61,00
<b>Zuid</b>	0,414	0	0	0,220	0
<b>Interactie_Zuid</b>	0,375	0	0	0,108	0
<b>Interactie_Vrouw</b>	0,128	0	0	-0,001	0
<b>Interactie_Leeftijd</b>	43,197	-16	39,790	18,980	55

In Tabel 7 wordt ook voor de controle variabelen de beschrijvende statistieken weergegeven. Ook deze data is eerst gewinsorized om vertekeningen te voorkomen die voort kunnen komen uit extreme observaties. Hier zijn niet direct opvallende gegevens te zien en lijken er geen problemen met deze data.

**Tabel 7: Beschrijvende statistiek controle variabelen**

Variabele	Std. Deviatie	1 <sup>ste</sup> Kwartiel	Mediaan	Gemiddelde	3 <sup>de</sup> kwartiel
<b>WBenoeming</b>	8,066	3,000	7,000	9,598	14,000
<b>WROA</b>	0,104	0,015	0,044	0,047	0,083
<b>WM/B</b>	4,558	1,484	2,215	3,064	3,495
<b>WGrootte</b>	5123,098	910,946	2443,658	4858,335	7571,708

## 5.2 Correlaties

Aan de hand van Tabel 8 kan er op een eerste manier nagegaan worden of er een verband aanwezig is tussen de afhankelijke en de onafhankelijke variabelen. Enkel de meest belangrijke statistisch significante verbanden worden hier verder besproken. Tot slot wordt besproken in welke maten dit in lijn lag met de verwachting opgesteld op basis van de literatuur

**Tabel 8: Spearman Correlaties tussen afhankelijke en onafhankelijke variabelen**

	Delta	%Salaris	%Bonus	%Aandelen	%Opties
<b>Politieke voorkeur</b>	*-0,09	*0,04	-0,02	0,01	0,02
<b>Leeftijd</b>	*0,03	*0,09	*0,03	*-0,04	*-0,07
<b>Vrouw</b>	*0,04	*0,04	0,01	0,03	-0,01

\* =  $p < 0,05$

Eerst en vooral kan er een significant verband gezien worden tussen politieke voorkeur, Delta en %Salaris. De waarde -0,09 voor de correlatie tussen Politieke voorkeur en Delta geeft aan dat wanneer de variabele politieke voorkeur groter wordt de Delta zal afnemen. Aangezien Delta een indicator is voor de variabiliteit van het loon van de director ligt dit in de lijn met de verwachting dat de verloning van een republikeinse director minder variabel zal zijn dan dat van een director met een democratische voorkeur. Het positief verband tussen politieke voorkeur en %salaris bevestigt de verwachtingen ook dit duid namelijk aan dat het verloningspakket van directors met een republikeinse voorkeur voor een groter deel bestaat uit salaris dan dat van democratische directors.

Wanneer de onafhankelijke variabele leeftijd bekeken wordt kan gezien worden dat er voor elke afhankelijke variabele een significant verband is. Zeer opvallend is dat leeftijd een positief verband vertoont met delta wat wil zeggen dat het deel van de verloning dat afhankelijk is van aandelen sterker mee schommelt met het aandeel van het bedrijf

wanneer een director ouder is. Dit is eerder contra-intuïtief en strookt niet met de verwachtingen omdat oudere personen meer risicoafkerig zijn. Deze bevinding kan wel worden gerelativeerd daar Tabel 8 ook weergeeft dat wanneer een director ouder hij/zij meer verloond wordt met salaris en bonussen en minder aan de hand van aandelen of opties.

Tot slot kan er ook gezien worden dat het geslacht een zeker invloed heeft op de variabelen Delta en %Salaris. Er kan een significant positief verband gezien worden tussen geslacht en Delta, dit wijst er op dat het inkomen van mannen meer afhankelijk is van het aandeel van het bedrijf, waar dit bij vrouwen minder het geval is. Anderzijds toont Tabel 8 een positief verband tussen Vrouw en %salaris, Dit verband duidt er op dat het verloningspakket van vrouwelijke directors voor een groter deel bestaat uit salaris dan dat van mannelijke directors. Deze twee waarnemingen liggen volledig in lijn met de verwachtingen gebaseerd op de literatuur die zegt dat vrouwen meer risicoavers zijn dan mannen.

### 5.3 Regressie modellen

Op basis van 5.2 konden er reeds verbanden tussen de onafhankelijke en afhankelijke variabelen worden vast gesteld. Deze verbanden houden wel enkel rekening met de verhouding tussen de twee onderzochte variabelen, daarom kan het interessant zijn een multivariate analyse te doen op basis van enkele regressie modellen.

Er wordt een regressie opgesteld voor elke afhankelijke variabele de basisstructuur van deze regressies wordt hieronder weergegeven.

*Component Inkomen*

$$\begin{aligned}
 &= \beta_0 + \beta_1 * PolVoorkeur + \beta_2 * Vrouw + \beta_3 * WROA + \beta_4 \\
 &* Log(WGrootte) + \beta_5 * Wlev + \beta_6 * W \frac{M}{B} + \beta_7 * Jaar + \beta_8 * Sector \\
 &+ \beta_9 * Benoeming + WLeeftijd + \varepsilon
 \end{aligned}$$

**Tabellen 9: Regressie Modellen**

Panel A					
Afhankelijke variabele:					
	Delta (1)	PCTSALARY (2)	PCTBONUS (3)	PCTSTOCKS (4)	PCTOPTIONS (5)
POLVOORKEUR	-0,130*** (0,017)	0,001 (0,005)	-0,007 (0,003)	0,001 (0,006)	0,001 (0,005)
Constant	5,653*** (0,208)	0,266*** (0,074)	0,025*** (0,036)	0,518*** (0,075)	0,217** (0,061)
JAAR	JA	JA	JA	JA	JA
SECTOR	JA	JA	JA	JA	JA
Observations	8.651	4.289	4.289	4.289	4.289
R2	0,171	0,105	0,088	0,160	0,131
Adjusted R2	0,164	0,091	0,073	0,146	0,117
Residual Std, Error	1.164 (df = 8300)	0,261 (df = 4219)	0,127 (df = 4219)	0,264 (df = 4219)	0,216 (df = 4219)
F Statistic	22,456*** (df = 79; 8300)	7,203*** (df = 69; 4219)	5,903*** (df = 69; 4219)	11,640*** (df = 69; 4219)	9,229*** (df = 69; 4219)

Note: \*p<0,1; \*\*p<0,05; \*\*\*p<0,01



Panel B

Afhankelijke Variabele:					
	Delta (1)	PCTSALARY (2)	PCTBONUS (3)	PCTSTOCKS (4)	PCTOPTIONS (5)
POLVOORKEUR	-0,048 p = 0,071*	-0,007 p = 0,310	-0,006 p = 0,146	0,004 p = 0,650	0,005 p = 0,510
VROUW	-0,072 p = 0,474	0,042 p = 0,092*	-0,009 p = 0,614	-0,059 p = 0,127	0,017 p = 0,632
ROA	0,421 p = 0,010***	0,237 p = 0,0004***	0,115 p = 0,006***	-0,189 p = 0,007***	-0,052 p = 0,366
MB	0,020 p = 0,00000***	0,001 p = 0,554	-0,0001 p = 0,846	-0,003 p = 0,020**	0,002 p = 0,113
SIZE	0,626 p = 0,000***	-0,084 p = 0,000***	-0,0001 p = 0,986	0,038 p = 0,000***	0,043 p = 0,000***
LEV	-0,213 p = 0,128	-0,069 p = 0,058*	-0,019 p = 0,401	-0,022 p = 0,633	0,089 p = 0,023**
Constant		0,956 p = 0,000***	-0,014 p = 0,766	0,184 p = 0,261	-0,123 p = 0,251
JAAR	JA	JA	JA	JA	JA
SECTOR	JA	JA	JA	JA	JA
Observations	8.001	4.267	4.267	4.267	4.267
R2	0,984	0,310	0,100	0,227	0,190
Adjusted R2	0,983	0,298	0,084	0,213	0,176
Residual Std, Error	0,846 (df = 7916)	0,229 (df = 4191)	0,127 (df = 4191)	0,254 (df = 4191)	0,209 (df = 4191)
F Statistic	5.601,111*** (df = 85; 7916)	25.148*** (df = 75; 4191)	6.211*** (df = 75; 4191)	16.364*** (df = 75; 4191)	13.146*** (df = 75; 4191)

Note:

\*p<0,1; \*\*p<0,05; \*\*\*p<0,01

## Panel C

	Afhankelijke Variabele:				
	Delta (1)	%Salary (2)	%Bonus (3)	%Stocks (4)	%Options (5)
POLVOORKEUR	-0,044 p = 0,093*	-0,006 p = 0,424	-0,005 p = 0,238	0,001 p = 0,878	0,006 p = 0,440
VROUW	-0,075 p = 0,454	0,040 p = 0,111	-0,011 p = 0,564	-0,056 p = 0,152	0,016 p = 0,655
ROA	0,427 p = 0,010***	0,239 p = 0,0004***	0,117 p = 0,005***	-0,194 p = 0,006***	-0,050 p = 0,379
MB	0,020 p = 0,00000***	0,001 p = 0,551	-0,0001 p = 0,849	-0,003 p = 0,018**	0,002 p = 0,112
GROOTTE	0,627 p = 0,000***	-0,084 p = 0,000***	-0,0001 p = 0,961	0,038 p = 0,000***	0,043 p = 0,000***
LEV	-0,219 p = 0,117	-0,071 p = 0,052*	-0,020 p = 0,367	-0,019 p = 0,677	0,088 p = 0,024**
ZUID	-0,065 p = 0,242	-0,022 p = 0,109	-0,018 p = 0,048**	0,038 p = 0,022**	-0,013 p = 0,354
BENOEMING	0,002 p = 0,058*	0,007 p = 0,000***	0,001 p = 0,053*	-0,006 p = 0,000***	-0,001 p = 0,191
LEEFTIJD	0,014 p = 0,00002***	0,001 p = 0,570	0,001 p = 0,307	0,001 p = 0,618	-0,001 p = 0,320
Constant		0,957 p = 0,000***	-0,013 p = 0,773	0,183 p = 0,261	-0,122 p = 0,251
JAAR	JA	JA	JA	JA	JA
SECTOR	JA	JA	JA	JA	JA
Observations	8.001	4.267	4.267	4.267	4.267
R2	0,984	0,311	0,103	0,229	0,191
Adjusted R2	0,983	0,299	0,087	0,215	0,176
Residual Std, Error	0,845 (df = 7915)	0,229 (df = 4190)	0,126 (df = 4190)	0,254 (df = 4190)	0,209 (df = 4190)
F Statistic	5.540,223*** (df = 86; 7915)	24,928*** (df = 76; 4190)	6,323*** (df = 76; 4190)	16,401*** (df = 76; 4190)	13,012*** (df = 76; 4190)

Note:

\*p&lt;0,1; \*\*p&lt;0,05; \*\*\*p&lt;0,01

Panel D

	Afhankelijke Variabele:				
	Delta (1)	%Salary (2)	%Bonus (3)	%Stocks (4)	%Options (5)
POLVOORKEUR	-0,073 p = 0,013**	-0,008 p = 0,339	-0,006 p = 0,245	0,007 p = 0,503	0,004 p = 0,687
VROUW	-0,063 p = 0,530	0,040 p = 0,104	-0,010 p = 0,573	-0,057 p = 0,140	0,016 p = 0,640
ROA	0,428 p = 0,010***	0,240 p = 0,0004***	0,117 p = 0,005***	-0,195 p = 0,006***	-0,050 p = 0,384
MB	0,020 p = 0,00000***	0,001 p = 0,563	-0,0001 p = 0,834	-0,003 p = 0,019**	0,002 p = 0,117
GROOTTE	0,627 p = 0,000***	-0,084 p = 0,000***	-0,0002 p = 0,955	0,038 p = 0,000***	0,043 p = 0,000***
LEV	-0,219 p = 0,116	-0,071 p = 0,052*	-0,020 p = 0,367	-0,019 p = 0,677	0,088 p = 0,023**
BENOEMING	0,002 p = 0,059*	0,007 p = 0,000***	0,001 p = 0,053*	-0,006 p = 0,000***	-0,001 p = 0,190
LEEFTIJD	0,014 p = 0,00002***	0,001 p = 0,567	0,001 p = 0,305	0,001 p = 0,626	-0,001 p = 0,323
ZUID	-0,136 p = 0,029**	-0,026 p = 0,085*	-0,019 p = 0,043**	0,049 p = 0,006***	-0,018 p = 0,225
INTERACTIE_ZUID	0,159 p = 0,011**	0,011 p = 0,501	0,004 p = 0,687	-0,026 p = 0,195	0,012 p = 0,463
Constant		0,956 p = 0,000***	-0,014 p = 0,768	0,185 p = 0,261	-0,123 p = 0,251
JAAR	JA	JA	JA	JA	JA
SECTOR	JA	JA	JA	JA	JA
Observations	8.001	4.267	4.267	4.267	4.267
R2	0,984	0,312	0,103	0,230	0,191
Adjusted R2	0,984	0,299	0,086	0,216	0,176
Residual Std, Error	0,844 (df = 7914)	0,229 (df = 4189)	0,126 (df = 4189)	0,254 (df = 4189)	0,209 (df = 4189)
F Statistic	5.491,607*** (df = 87; 7914)	24,616*** (df = 77; 4189)	6,244*** (df = 77; 4189)	16,253*** (df = 77; 4189)	12,859*** (df = 77; 4189)

Note:

\*p<0,1; \*\*p<0,05; \*\*\*p<0,01

In Tabellen 9A tot 9D worden de verschillende regressie modellen weergegeven. De waarden die hier te zien zijn, zijn steeds gecorrigeerd voor heteroscedasticiteit, autocorrelatie, time fixed effects en sector fixed effects. In dit werk worden resultaten als significant beschouwd wanneer ze significant zijn op een 0,1 significantie niveau.

In Tabel 9A wordt de regressie van het basis model weergegeven. Uit deze tabel kan worden afgelezen dat er een significant verband bestaat tussen politieke voorkeur en Delta. Specifieker zien we een negatief verband, dit wil zeggen dat hoe meer de politieke voorkeur van een directeur neigt naar republikeins hoe lager de delta. Wat de eerste aanwijzingen versterkt, dat republikeinse directors inderdaad minder risico wensen te nemen dan hun democratische collega's. Buiten dit significante effect op deze Delta kan er geen significant verschil gezien worden in de manier waarop directors van de twee verschillende partijen worden verloond.

In Tabel 9B worden de verschillende controle variabelen toegevoegd. Er kan worden opgemerkt dat de politieke voorkeur van de directeur nog steeds een significante invloed heeft op Delta na dat deze werden toegevoegd aan de regressie. Wat betreft de andere onderdelen van de verloning is er nog steeds geen significant verschil tussen republikeinen en democraten.

Deze resultaten zetten zich verder in Tabel 9C waar de variabele Zuid werd toegevoegd. De variabele Zuid geeft een indicatie of een staat een zuidelijke of een noordelijke staat is. Uit de waarde in Tabel 9C kan worden gezien dat er een significant verschil is tussen directors uit noordelijke en zuidelijke staten. Bij directors uit zuidelijke staten is de Delta significant lager dan bij directors uit noordelijke staten. Dit ligt in de lijn met de verwachtingen daar er vanuit wordt gegaan dat zuidelijke staten conservatiever zijn dan noordelijke staten. Ook voor de andere afhankelijke variabelen is er een significant verschil tussen noordelijke en zuidelijke staten, er kan namelijk gezien worden dat directors uit zuidelijke staten minder vergoed worden in salaris en bonussen dan directors uit noordelijke steden. Omgekeerd geldt dat directors uit zuidelijke staten meer verloond worden aan de hand van aandelen dan hun noordelijke tegenhangers. Er is geen significant verschil wat betreft de verloning in aandelen opties.

Tot slot geeft Tabel 9D de resultaten weer voor de regressie waar ook rekening gehouden werd met het interactie effect tussen de zuidelijke staten en de politieke voorkeur van de directeur. De resultaten uit Tabel 9D geven aan dat er inderdaad een significant interactie-effect bestaat tussen de politieke voorkeur en de staat waar het bedrijf gevestigd is. Dit is een aanwijzing dat republikeinse directors uit zuidelijke staten een hogere Delta hebben dan deze uit noordelijke staten en dat deze bij gevolg een meer risicovol portfolio aanhouden.

Onderzoek in verband met de andere interactie effecten leverden geen significante resultaten op en werden daarom niet opgenomen in dit deel van dit werk. De regressie tabellen voor de modellen waar getest wordt op een interactie effect tussen leeftijd, geslacht en politieke voorkeur zijn toegevoegd in bijlage 1 achteraan deze paper.

## 6 Conclusie

Uit dit onderzoek worden de hypothesen die gesteld werden in het begin van dit onderzoek gedeeltelijk bevestigd. De hoofdhypothese 1 werd in deel 3.2 opgedeeld in vijf deel hypothesen. In dit onderzoek is slechts aanwijzing ter bevestiging van één van deze deel hypothesen. Dit werk suggereert dat er inderdaad een verschil is tussen de Delta van democratische en republikeinse directors. Meer bepaald zullen directors met een sterke republikeinse voorkeur een lagere Delta hebben dan een director met een sterk democratische voorkeur. Dit wil zeggen dat het inkomen van democratische directors meer afhankelijk is van het aandeel van het bedrijf.

In de tweede hypothesen wordt er gekeken naar interactie effecten tussen politieke voorkeur, leeftijd, geslacht, en waar het bedrijf gevestigd is. Hier werden enkel aanwijzingen gevonden dat er een significant verband is tussen politieke voorkeur en de variabele Zuid die een indicatie geeft van waar het bedrijf gevestigd is. De resultaten in verband hier over gaven tekens in de andere richting dan verwacht. We zien namelijk dat republikeinse directors uit een zuidelijke staat een hogere Delta hebben dan deze uit noordelijke staten.

Tot slot kan worden geconcludeerd dat er inderdaad aanwijzingen zijn dat de verloning van democratische en republikeinse directors op een andere manier gebeurt. Nochtans strookt de perceptie niet helemaal met de realiteit. Ondanks het feit dat democratische politieke kandidaten prediken over het limiteren van het inkomen van CEO's en republikeinen dit on-Amerikaans vinden zien we toch dat democratische directors potentieel meer verdienen dan hun republikeinse tegenhangers. Op basis van het negatieve verband tussen de politieke voorkeur en de Delta zien we dat het inkomen van democratische directors meer afhankelijk is van het aandeel van het bedrijf waarvoor ze werken. Zoals reeds werd gesuggereerd in deel 2.1.3 is deze Delta een indicator voor het risico dat een director bereid is te nemen. Wanneer we dit combineren met de notie dat het opdrijven van het genomen risico zorgt voor een potentieel hogere winst, zien we aanwijzingen om er van uit te gaan dat democratische directors potentieel meer verdienen dan hun republikeinse collega's. Dit is een vaststelling die niet vanzelfsprekend lijkt door het feit dat de directors die democratische politieke kandidaten steunen op deze wijze de mening steunen dat ze minder mogen verdienen. Dit terwijl ze potentieel meer verdienen dan directors die tegen het limiteren van de verloning van CEO's en directors zijn.

## 7 Referenties

Arslan-Ayaydin, Ö., Boudt, K., & Thewissen, J. 2016. Managers set the tone: Equity incentives and the tone of earnings press releases. *Journal of Banking & Finance*(In Press, Corrected Proof): 1-16.

Chin, M., Hambrick, D. C., & Treviño, L. K. 2013. Political Ideologies of CEO's. *Administrative Science Quarterly*, 58(2): 197-232.

Christensen, D. M., Dhaliwal, D. S., Boivie, S., & Graffin, S. D. 2015. Top management conservatism and corporate risk strategies: Evidence from managers' personal political orientation and corporate tax avoidance. *Strategic Management Journal*, 36(12): 1918-1938.

Cohn, J. 2015. Hillary To Jeb Bush: The Problem Is CEO's, Not Their Workers. *Huffington Post*. New York

Cooper, M. J., Gulen, H., & Ovtchinnikov, A. V. 2010. Corporate Political Contributions and Stock Returns. *Journal of Finance*, 65(2): 687-724.

Di Mauro, C. & Musumeci, R. 2011. Linking risk aversion and type of employment. *Journal of Socio - Economics*, 40(5): 490.

Gehr, A. K., Jr. 1979. RISK AND RETURN. *Journal of Finance*, 34: 1027-1030.

Grant, J Markarian, G. Parbonetti, A. 2009 CEO Risk-Related Incentives and Income Smoothing. *Contemporary Accounting Research* 26(4): 1029-1065

Grim, R. 2009. GOP Opposes Pay Limits On Bailes-Out Bankers. *The Huffington post Politics*. New York

Harvey, S. & Scott, J. 1997. Men's and women's investment habits: investors seem to be as risk adverse as ever. *Canadian Investment Review*, 10(2): 17.

Harwell, D. & McGregor, J. 2015. This new rule could reveal the huge gap between CEO pay and worker pay, *The Washington Post*. Washington D.C.

Hutton, I., Jiang, D., & Kumar, A. 2014. Corporate Policies of Republican Managers. 49(5-6): 1279-1310.

Jacobson, L. 2016. Bernie Sanders Says Minimum Wage Hike To \$15 would Reduce Federal Assistance By \$7.6 Billion A Year, *PolitiFact.com*.

Jensen, M. C. & Murphy, K. J. 1990. CEO incentives - it's not how much you pay, but how. *Harvard Business Review*, 68(3): 138.

Jiang, D., Kumar, A., & Law, K. 2015. Political Contributions and Analyst Behavior. *Review of Accounting Studies*.

Jost, J. T., Glaser, J., Kruglanski, A. W., & Sulloway, F. J. 2003. Political Conservatism as Motivated Social Cognition. *Psychological Bulletin*, 129(3): 339-375.

Jost, J. T. 2006. The End of the End of Ideology. *American Psychologist*, 61(7): 651-670.

Lambert, R. A., Larcker, D. F., & Verrecchia, R. E. 1991. Portfolio Considerations in Valuing Executive Compensation. *Journal of Accounting Research*, 29(1): 129-149.

Lord, R. A. & Saito, Y. 2012. Does Compensation Structure Alleviate Personal CEO Risks? *Journal of Business Finance & Accounting*, 39(9-10): 1272-1297.

Lublin, J. & Weisman, J. 2009. Obama Lays Out Limits On Executive Pay. *The Wall Street Journal*.

Sigler, K. & Sigler, J. 2015. CEO Pay Complexity: Necessary to Reduce Agency Problems. *Compensation & Benefits Review*, 47(2): 71-74.

## Bijlage 1: Extra regressie tabellen

Interactie Leeftijd					
Afhankelijke Variabele:					
	Delta (1)	%Salary (2)	%Bonus (3)	%Stocks (4)	%Options (5)
POLVOORKEUR	0,225 p = 0,262	0,019 p = 0,782	0,065 p = 0,107	-0,038 p = 0,613	0,016 p = 0,794
VRUW	-0,070 p = 0,482	0,042 p = 0,089*	-0,008 p = 0,658	-0,060 p = 0,122	0,017 p = 0,628
ROA	0,413 p = 0,011**	0,235 p = 0,0004***	0,111 p = 0,007***	-0,187 p = 0,007***	-0,052 p = 0,357
MB	0,020 p = 0,00000***	0,001 p = 0,553	-0,0001 p = 0,858	-0,003 p = 0,020**	0,002 p = 0,112
GROOTTE	0,627 p = 0,000***	-0,084 p = 0,000***	0,0002 p = 0,938	0,038 p = 0,000***	0,043 p = 0,000***
LEV	-0,216 p = 0,122	-0,070 p = 0,055*	-0,021 p = 0,357	-0,020 p = 0,653	0,089 p = 0,023**
BENOEMING	0,002 p = 0,060*	0,007 p = 0,000***	0,001 p = 0,063*	-0,006 p = 0,000***	-0,001 p = 0,184
LEEFTIJD	0,015 p = 0,00001***	0,001 p = 0,539	0,001 p = 0,154	0,0004 p = 0,729	-0,001 p = 0,367
INT_LEEFTIJD	-0,005 p = 0,175	-0,0005 p = 0,701	-0,001 p = 0,076*	0,001 p = 0,569	-0,0002 p = 0,859
Constant		0,948 p = 0,000***	-0,037 p = 0,459	0,197 p = 0,233	-0,126 p = 0,240
JAAR	JA	JA	JA	JA	JA
SECTOR	JA	JA	JA	JA	JA
Observations	8.001	4.267	4.267	4.267	4.267
R2	0,984	0,310	0,102	0,227	0,190
Adjusted R2	0,983	0,298	0,086	0,213	0,176
Residual Std, Error	0,845 (df = 7915)	0,229 (df = 4190)	0,126 (df = 4190)	0,254 (df = 4190)	0,209 (df = 4190)
F Statistic	5.539,999*** (df = 86; 7915)	24,819*** (df = 76; 4190)	6,271*** (df = 76; 4190)	16,159*** (df = 76; 4190)	12,972*** (df = 76; 4190)

Note:

\*p<0,1; \*\*p<0,05; \*\*\*p<0,01



Interactie Vrouw

Afhankelijke Variabele:					
	Delta (1)	%Salary (2)	%Bonus (3)	%Stocks (4)	%Options (5)
POLVOORKEUR	-0,044 p = 0,102	-0,006 p = 0,401	-0,006 p = 0,221	0,003 p = 0,739	0,005 p = 0,541
VROUW	-0,075 p = 0,455	0,039 p = 0,115	-0,011 p = 0,530	-0,054 p = 0,161	0,014 p = 0,674
ROA	0,427 p = 0,010***	0,240 p = 0,0004***	0,117 p = 0,005***	-0,196 p = 0,006***	-0,049 p = 0,392
MB	0,020 p = 0,00000***	0,001 p = 0,553	-0,0001 p = 0,842	-0,003 p = 0,017**	0,002 p = 0,110
GROOTTE	0,627 p = 0,000***	-0,084 p = 0,000***	-0,0002 p = 0,949	0,038 p = 0,000***	0,043 p = 0,000***
LEV	-0,219 p = 0,117	-0,070 p = 0,054*	-0,020 p = 0,378	-0,021 p = 0,645	0,089 p = 0,021**
BENOEMING	0,002 p = 0,058*	0,007 p = 0,000***	0,001 p = 0,052*	-0,006 p = 0,000***	-0,001 p = 0,191
LEEFTIJD	0,014 p = 0,00002***	0,001 p = 0,575	0,001 p = 0,311	0,001 p = 0,602	-0,001 p = 0,310
ZUID	-0,065 p = 0,241	-0,021 p = 0,112	-0,017 p = 0,050**	0,037 p = 0,024**	-0,012 p = 0,372
INT_VROUW	-0,012 p = 0,916	0,011 p = 0,718	0,010 p = 0,629	-0,043 p = 0,344	0,032 p = 0,440
Constant		0,957 p = 0,000***	-0,013 p = 0,782	0,181 p = 0,269	-0,121 p = 0,259
JAAR	JA	JA	JA	JA	JA
SECTOR	JA	JA	JA	JA	JA
Observations	8,001	4,267	4,267	4,267	4,267
R2	0,984	0,311	0,103	0,230	0,191
Adjusted R2	0,983	0,299	0,087	0,216	0,176
Residual Std, Error	0,845 (df = 7914)	0,229 (df = 4189)	0,126 (df = 4189)	0,254 (df = 4189)	0,209 (df = 4189)
F Statistic	5,475,868*** (df = 87; 7914)	24,602*** (df = 77; 4189)	6,246*** (df = 77; 4189)	16,225*** (df = 77; 4189)	12,870*** (df = 77; 4189)

Note:

\*p<0,1; \*\*p<0,05; \*\*\*p<0,01

Robustness Check					
Dependent variable:					
	Delta (1)	%Salary (2)	%Bonus (3)	%Stocks (4)	%Options (5)
POLVOORKEUR	-0,052 p = 0,061*	-0,002 p = 0,847	-0,005 p = 0,297	-0,0004 p = 0,967	0,004 p = 0,626
VROUW	0,008 p = 0,949	0,028 p = 0,394	-0,012 p = 0,615	-0,042 p = 0,307	0,014 p = 0,684
ROA	0,487 p = 0,053*	0,120 p = 0,141	0,142 p = 0,003***	-0,230 p = 0,007***	0,102 p = 0,130
MB	0,022 p = 0,00000***	-0,00002 p = 0,989	-0,0005 p = 0,520	-0,004 p = 0,017**	0,004 p = 0,007***
GROOTTE	0,651 p = 0,000***	-0,076 p = 0,000***	-0,003 p = 0,321	0,038 p = 0,000***	0,034 p = 0,000***
LEV	-0,306 p = 0,015**	-0,063 p = 0,081*	0,040 p = 0,053*	0,124 p = 0,005***	-0,059 p = 0,097*
BENOEMING	0,040 p = 0,000***	0,007 p = 0,000***	0,002 p = 0,0005***	-0,007 p = 0,000***	-0,0002 p = 0,825
LEEFTIJD	-0,010 p = 0,004***	0,001 p = 0,695	-0,00003 p = 0,961	0,002 p = 0,191	-0,002 p = 0,057*
Constant		0,766 p = 0,000***	0,009 p = 0,829	0,033 p = 0,731	0,222 p = 0,016**
JAAR	JA	JA	JA	JA	JA
SECTOR	JA	JA	JA	JA	JA
Observations	6.511	3.637	3.637	3.637	3.637
R2	0,983	0,263	0,056	0,187	0,125
Adjusted R2	0,983	0,248	0,036	0,170	0,107
Residual Std, Error	0,841 (df = 6426)	0,233 (df = 3561)	0,120 (df = 3561)	0,261 (df = 3561)	0,217 (df = 3561)
F Statistic	4.444,544*** (df = 85; 6426)	16,954*** (df = 75; 3561)	2,831*** (df = 75; 3561)	10,904*** (df = 75; 3561)	6,796*** (df = 75; 3561)

Note:

\*p<0,1; \*\*p<0,05; \*\*\*p<0,01

## **Bijlage 2: Bespreking robustness check**

De derde tabel in deze bijlagen geeft de resultaten weer van de robustness check die ik uitvoerde. In deze test ging ik na of de bekomen resultaten nog steeds overeind bleven wanneer er enkel gekeken wordt naar de verloning en de politieke voorkeur van de CEO's en CFOs in plaats van de hele "C-Suite". Er is nog steeds een aanwijzing dat democraten een hogere Delta aanhouden dan republikeinen. Ook dit blijkt het enige significante verschil te zijn.

**FACULTEIT ECONOMIE EN BEDRIJFSWETENSCHAPPEN**  
CAMPUS CAROLUS ANTWERPEN  
KORTE NIEUWSTRAAT 33  
2000 ANTWERPEN  
TEL. + 32 3 201 18 40  
FEB.ANTWERPEN@KULEUVEN.BE

