

Koersreacties op aankondigingen van goodwill impairments in Nederland

Sander van Triest en Jeroen Weimer

SAMENVATTING De boekjaren 2001 en 2002 hebben zich gekenmerkt door miljardenverliezen van grote beursondernemingen door afboekingen op aangekochte goodwill. De nieuwe regelgeving omtrent de verwerking van goodwill in de jaarrekening volgens US GAAP heeft de bedrijfseconomische realiteit van de hoge acquisitieprijzen die met name eind jaren negentig zijn betaald, duidelijk zichtbaar gemaakt. Diverse Nederlandse ondernemingen die ook onder US GAAP rapporteren, hebben operationele verliezen moeten nemen door zogenoemde goodwill impairments, onder Nederlandse regelgeving bekend als duurzame waardevermindering van goodwill. In dit artikel onderzoeken we koersreacties op aankondigingen van *goodwill impairments* door Nederlandse ondernemingen. Onze analyse van de koersreactie op zeventien impairment aankondigingen laat zien dat de koersreactie significant negatief is over een driedaagse tijdsperiode van één dag voor de aankondiging tot één dag na de aankondiging, maar dat de verandering van de marktwaarde van de ondernemingen gemiddeld genomen substantieel kleiner is dan de impairmentlast die aangekondigd wordt. Dit resultaat lijkt erop te wijzen dat de vermindering van de marktwaarde van de goodwill reeds grotendeels in de koers is verwerkt.

1 Inleiding

De verwerking van goodwill in de jaarrekening krijgt momenteel veel aandacht in zowel de wetenschappe-

lijke als de populaire literatuur. Daar waar stelselwijzigingen in de verslaggeving normaliter slechts in de kringen van accountants voor beroering zorgen, heeft de nieuwe regelgeving in de Verenigde Staten geleid tot zeer substantiële boekhoudkundige verliezen die de krantenkoppen haalden en menig debat buiten de beroepsgroep hebben aangezwengeld. Nu sinds 2001 onder US GAAP niet meer stelselmatig op de boekwaarde van goodwill wordt afgeschreven maar in plaats daarvan in geval van een lagere marktwaarde van deze goodwill het verschil in een keer via een operationeel verlies in de winst- en verliesrekening wordt afgeboekt, kwam menige onderneming negatief in het nieuws. Zo meldde JDS Uniphase in juli 2001 een verlies van \$ 45 miljard, en AOL Time Warner rapporteerde een verlies van \$ 99 miljard over het boekjaar 2002. Deze resultaten zijn vrijwel volledig veroorzaakt door afboekingen op goodwill die betaald was voor overnames gedaan aan het eind van de jaren negentig, toen de waardering van internet- en technologiebedrijven tot grote hoogte steeg. Het uiteenspatten van de internetzeepbel in 2001 betekende een forse vermindering van de marktwaarde (fair value) van de overgenomen bedrijven. Als gevolg van de nieuwe regelgeving moest deze waardevermindering ten laste worden gebracht van de geactiveerde goodwill, betaald bij de overnames. Ook in andere bedrijfstakken en door Nederlandse ondernemingen vonden forse correcties op de hoge acquisitieprijzen plaats. Zo boekte KPN in totaal ongeveer € 14 miljard af op de goodwill betaald voor E-Plus.

De boekhoudkundige miljardenverliezen roepen de vraag op wat de markt van deze cijfers vindt. Conceptueel is de marktwaarde van goodwill gelijk aan de contante waarde van toekomstige kasstromen van een overgenomen onderneming, verminderd met de boekwaarde van de activa. Een vermindering van de marktwaarde van aangekochte goodwill gaat derhalve in de regel samen met de vermindering van de markt-

Dr. Ir. S.P. van Triest is universitair docent bij de vakgroep Finance & Accounting, Faculteit Bedrijf, Bestuur en Technologie, Universiteit Twente.

Dr. Ir. J. Weimer leidt de Valuations Practice van KPMG Corporate Finance. Dit artikel is op persoonlijke titel geschreven.

waarde van een onderneming. Echter, de marktwaarde van JDS Uniphase daalde 'slechts' met circa \$1,5 miljard na aankondiging van de impairmentlast. AOL Time Warner zag bijna \$ 10 miljard aan marktwaarde verdampen, weliswaar een astronomisch bedrag, maar slechts 10% van het gerapporteerde verlies. Dat roept de vraag op wat de informatieve waarde is van een impairmentlast: reageert de markt op de nieuwe waardering van de goodwill door de onderneming, of was de impairmentlast reeds in de koers verwerkt en dient deze last vooral om de boekwaarde in overeenstemming te brengen met de marktwaarde? Deze vraag onderzoeken we door de koersreactie te analyseren op zeventien impairment aankondigingen door Nederlandse ondernemingen, waarvan het merendeel ook volgens US GAAP rapporteert, in de periode van 1 juli 2001 tot 1 juli 2003. Wij beginnen met een literatuuroverzicht (paragraaf 2). Vervolgens bespreken we de onderzoeksmethodologie en gehanteerde data (paragraaf 3), waarna we de onderzoeksresultaten rapporteren (paragraaf 4). We sluiten dit artikel af met conclusies in paragraaf 5.

2 Literatuuroverzicht

2.1 Regelgeving omtrent goodwill

Vanwege de grote hoeveelheid literatuur omtrent goodwill (zie bijvoorbeeld Moehrlé en Reynolds-Moehrlé, 2001; Hoogendoorn, 2002; Van Triest, 2002; Hau en Knoops, 2003) is het niet nodig om uitgebreid op de veranderingen in de regelgeving omtrent goodwill in te gaan. We bespreken kort de regelgeving in de Verenigde Staten en in Nederland zoals die geldt medio 2004. Deze bespreking is feitelijk van aard; we gaan niet in op de normatieve vraag wat nu de meest correcte wijze van verwerking zou zijn.

In de VS is de regelgeving omtrent de verwerking van goodwill in de jaarrekening voor boekjaren beginnend na 15 december 2001 fundamenteel veranderd. Vóór aanvang van deze periode werd aangekochte goodwill geactiveerd en stelselmatig afgeschreven. Sinds het boekjaar 2002 dient in plaats daarvan ten minste eenmaal per jaar een zogeheten *goodwill impairment-test* te worden uitgevoerd onder FAS 142. Deze toets behelst de vergelijking van de boekwaarde van de goodwill met de marktwaarde van deze goodwill. Als de marktwaarde lager is dan de boekwaarde, is de boekwaarde van de goodwill aangetast (*impaired*) en dient een impairmentlast ter grootte van het verschil genomen te worden (zie bijvoorbeeld Holterman, 2004). De toets dient op balansdatum te worden

uitgevoerd, maar eveneens indien zich indicatieve gebeurtenissen voordoen (*triggering events*). Onder deze gebeurtenissen vallen substantiële veranderingen in marktomstandigheden, technologische ontwikkelingen, veranderingen in wetgeving en verlies van belangrijk personeel.

De marktwaarde van de goodwill wordt onder US GAAP berekend als een sluitpost. Deze sluitpost is het verschil tussen de marktwaarde van de desbetreffende boekhoudkundige entiteit (*reporting unit*) en de som van de marktwaarde van alle afzonderlijke activa- en passivaposten waaruit het werkzaam vermogen (*invested capital*) van deze entiteit is opgebouwd. Voor het berekenen van de geïmpliceerde marktwaarde van goodwill dient tevens de marktwaarde van niet uit de balans blijvende immateriële activa te worden meegenomen, zoals merknamen, patenten en klantenbestanden. Door dit aspect van de regelgeving teneinde de marktwaarde van goodwill naar een relatief lage waarde en daarmee naar relatief grote impairments. Onder US GAAP wordt voor de marktwaarde van een actief het begrip *fair value* gehanteerd: '...the amount at which an asset or group of assets could be bought or sold in a current transaction between a willing buyer and a willing seller, that is, other than in a forced sale or liquidation'.

In Nederland zijn ondernemingen met ingang van het boekjaar 2002 volgens de Raad voor de Jaarverslaggeving verplicht om goodwill te activeren en vervolgens regelmatig af te schrijven over de levensduur van de goodwill met een conditioneel maximum van twintig jaar. Deze verplichting geldt wettelijk nog niet (zie Hau en Knoops, 2003). Evenals onder US GAAP dient onder Nederlandse regelgeving (RJ 121) een goodwill impairment-test te worden uitgevoerd indien zich de eerder genoemde indicatieve gebeurtenissen voordoen. Verder staat RJ 121 toe dat goodwill in bepaalde gevallen over een langere periode dan twintig jaar wordt afgeschreven, zoals bijvoorbeeld Buhrmann doet. In dat laatste geval is een jaarlijkse goodwill impairment-test vereist. Overigens betreft RJ 121 niet alleen de goodwill impairment-test, maar meer in het algemeen duurzame waardevermindering van activa. Naast goodwill betreffen deze activa bijvoorbeeld UMTS-licenties en uitgaverechten. Bij de overgang naar de internationale standaard IAS 36 volgens IFRS (International Financial Reporting Standards) zal afschrijving verboden worden, maar blijven er verschillen bestaan met de Amerikaanse regelgeving. In een volgende bijdrage gaan we nader in op de verschillen in goodwill impairment volgens IAS 36 en FAS 142.

2.2 Onderzoek naar de waarde van accountinginformatie

De aankondiging van het nemen van een impairmentlast voor goodwill is een voorbeeld van accountinginformatie. De literatuur omtrent de koersreactie op accountinginformatie is zeer omvangrijk. Het gaat dan vooral om de zogeheten *value relevance* literatuur: kan er een verband worden gevonden tussen bepaalde soorten accountinginformatie en de marktwaarde van ondernemingen? Als dat verband er is, zo stelt deze literatuur, dan is het zinvol om die soorten informatie bekend te maken en derhalve transparantie op dat gebied te eisen van ondernemingen. In een recent overzichtsartikel onderscheiden Holthausen en Watts (2001) drie types onderzoeken naar *value relevance*:

- 1 'relative association studies': deze onderzoeken kijken naar het verband tussen verschillende berekeningswijzen van de winst en de ontwikkeling van de marktwaarde op lange termijn. Men vergelijkt dan vaak de winst volgens US GAAP en non-US GAAP, waarbij de winstdefinitie die een groter verband toont met de marktwaarde als 'beter' wordt beschouwd;
- 2 'incremental association studies': in plaats van het integrale winstbegrip gaat het hier om de invloed van een enkele boekhoudkundige post. De vraag is dan of het rapporteren van die post een relatie heeft met de ontwikkeling van de marktwaarde op langere termijn;
- 3 'marginal information content studies': dit type onderzoek richt zich op de invloed van het aankondigen van een bepaald boekhoudkundig getal op de koersontwikkeling op korte termijn.

Omdat we geïnteresseerd zijn in een enkele boekhoudkundige post komen de laatste twee types onderzoek in aanmerking om de reactie van de markt op aankondigingen van goodwill impairments te beoordelen. Zo onderzoeken Barth en Clinch (1998) het effect van herwaarderings van activa in Australië. Onder de Australische regelgeving kunnen activa zowel positief als negatief geherwaardeerd worden. Om de informatieve waarde van deze herwaarderings te beoordelen, delen zij de boekwaarde van de activa op in activa die tegen historische kosten worden gewaardeerd en activa waarop herwaardering heeft plaatsgevonden. Vervolgens voeren zij een regressieanalyse uit op de marktwaarde op het einde van het boekjaar met de verschillende types activa en met de nettowinst over het boekjaar. Op basis van hun analyses concluderen Barth en Clinch (1998) dat herwaardering van activa daadwerkelijk additionele informatie verschaft. Van Praag (2001) voert eenzelfde soort onderzoek uit onder Nederlandse ondernemingen.

Hij analyseert de informatieve waarde van buitengewone winsten en verliezen, alsmede voorzieningen in relatie tot koersrendementen over twaalf maanden. Van Praag concludeert dat uitsluitend buitengewone verliezen bijdragen aan de koersvorming.

Onderzoeken van het derde type zijn de zogeheten event studies. Daarbij wordt de koersreactie op een specifieke aankondiging geanalyseerd, bijvoorbeeld melding van een fusie of overname, of van een perioderesultaat. Dit type studie gaat terug tot Beaver (1968), die onderzoek deed naar de weekrendementen van aandelen rondom een melding van een perioderesultaat. Hij stelde vast dat het gemiddelde weekrendement in weken van resultaatmeldingen significant verschilde van andere weken, en concludeerde daaruit dat winstmedelingen inderdaad nieuwe informatie verschaffen.

Vanwege de korte historie van impairmentlasten sinds de effectuering van FAS 142 is een analyse van de reactie van de markt op de aankondiging ervan voorlopig alleen mogelijk door middel van een event study, een onderzoek van het type 3 van Holthausen en Watts (2001). De incremental association benadering wordt gekenmerkt door regressie-analyse, hetgeen een groter aantal waarnemingen vereist dan op dit moment beschikbaar is.

2.3 Mogelijke reacties op aankondigingen van goodwill impairments

De aankondiging van een impairmentlast is op zichzelf geen goed nieuws vanuit het perspectief van de belegger. Het betekent immers dat het bedrag dat is betaald voor een overgenomen onderneming naar verwachting niet terugverdiend gaat worden en derhalve dat de acquisitieprijis achteraf bezien te hoog is geweest. Op basis van deze vaststelling valt een negatieve koersreactie te verwachten – indien deze informatie daadwerkelijk nieuw is voor de belegger op het moment van aankondiging. Echter, de aankondiging van een impairmentlast is op dat moment niet *noodzakelijkerwijs* nieuws en zal daarom niet per se een koersreactie hoeven veroorzaken.

Veranderingen in de marktwaarde van goodwill, beschouwd als de contante waarde van toekomstige kasstromen, kunnen reeds voor het moment van aankondiging in de koers zijn verwerkt doordat beleggers hun verwachtingen ten aanzien van deze kasstromen in de loop van de tijd hebben bijgesteld. Een belangrijk onderscheid is derhalve aan te brengen in de *oorzaak* van de aangekondigde goodwill impairment.

Vindt deze zijn oorsprong in factoren die alleen bij de onderneming bekend waren, of dienen die in meer algemene ontwikkelingen in de markt of in de bedrijfstak gezocht te worden?

Naarmate de oorzaak zich meer op markt- en bedrijfstakomstandigheden laat terugvoeren, valt te verwachten dat een relatief groter deel van de goodwill reeds in de koers is verwerkt op het aankondigingsmoment. Deze omstandigheden hoeven immers geen nieuwe informatie te vormen voor de belegger vanwege de toegankelijkheid van relevante informatiebronnen. Zo werden internetondernemingen aan het einde van de jaren negentig op de markt zeer hoog gewaardeerd. Deze waardering was mede gebaseerd op het idee dat internet de economie structureel zou veranderen. Toen in de perceptie van beleggers duidelijk werd dat de invloed van internet niet zo groot zou zijn, ging de waarde van ondernemingen in die sector over de hele linie fors omlaag. Ondernemings-specifieke factoren speelden daarin een minder grote rol. Dat betekent niet dat internetondernemingen identiek worden gewaardeerd, maar wel dat de aanpassingen in hun waardering het gevolg waren van verwachtingen omtrent de sector en de economie in het algemeen, en niet zozeer van bepaalde gebeurtenissen die de ondernemingen individueel overkwamen.

Indien meer ondernemingsspecifieke factoren aan de impairment ten grondslag liggen, zal de informatieve waarde van de aankondiging voor de belegger groter zijn en een relatief groter koerseffect hebben. Immers, de belegger heeft in mindere mate toegang tot deze ondernemingsspecifieke informatie, zeker in het geval deze informatie gedurende een bepaalde periode binnen de onderneming is gehouden. Voor de hand liggende voorbeelden in dit kader zijn boekhoudkundige fraude of slepende conflicten op bestuurlijk niveau die uiteindelijk tot het vertrek van de topman leiden.

In de praktijk zal de oorzaak van een aangekondigde goodwill impairment naar verwachting een combinatie zijn van enerzijds ondernemingsspecifieke en anderzijds meer algemene markt- en bedrijfstakontwikkelingen. Verder schijnt ons toe dat het een schier onmogelijke opgave is om ondernemingsspecifieke oorzaken van een aangekondigde goodwill impairment methodologisch te scheiden van meer algemene oorzaken; wij hebben slechts gepoogd aannemelijk te maken dat koersreacties ten gevolge van de aankondiging van goodwill impairments heftiger zullen zijn naarmate de onderliggende oorzaken meer onderne-

mingsspecifiek zijn. Ten slotte wijzen wij erop dat aankondiging van goodwill impairments niet noodzakelijkerwijs tot een *neerwaartse* koersreactie hoeft te leiden. De bijstelling van verwachte kasstromen door beleggers kan immers ook negatiever zijn dan blijkt uit de omvang van de aangekondigde impairment en derhalve leiden tot een positieve koersreactie. Verder kan een positieve koersreactie volgen uit de verminderde onzekerheid die de aankondiging van de goodwill impairment op zichzelf met zich meebrengt.

Samenvattend kunnen we de volgende reacties verwachten op een aankondiging van een impairmentlast op goodwill:

- 1 De aankondiging bevat nieuws. In dat geval zal er naar verwachting een negatieve koersreactie optreden: de goodwill die de onderneming heeft betaald is minder waard gebleken, en daarmee is de marktwaarde van de onderneming verminderd.
- 2 De aankondiging bevat geen nieuws. Dan verwachten we geen significante reactie. Eventueel is een positieve koersreactie mogelijk doordat de reeds bijgestelde verwachtingen te pessimistisch bleken of doordat onzekerheid omtrent de omvang van de impairment is weggenomen door de aankondiging.

Naast de grootte van de koersreactie is er nog een ander interessant verband te leggen: omdat goodwill en marktwaarde hetzelfde concept omvatten, namelijk verdisconteerde toekomstige kasstromen, zou een volledig onverwachte aankondiging in een efficiënte markt moeten leiden tot een verandering in marktwaarde die precies even groot is als de goodwill impairment. Dat betekent dat de verhouding tussen verandering in marktwaarde en impairmentlast precies 1 zou moeten zijn. Als de verhouding kleiner dan 1 is, is een gedeelte van het nieuws blijkaar al in de koersen verwerkt: de vermindering in marktwaarde is dan minder dan die van de goodwill. In onze analyses betrekken we ook deze verhouding.

3 Data en methodologie

Zoals eerder aangegeven betreft de nieuwe regelgeving omtrent goodwill in de Verenigde Staten boekjaren beginnend na 15 december 2001 met uitzondering van *early adopters*. In reactie op de invoering is een aantal Nederlandse ondernemingen overgegaan op het rapporteren van goodwill impairments. Dat zijn niet altijd ondernemingen met een notering in de Verenigde Staten; sommige ondernemingen nemen de impairmentlast vrijwillig. Onze onderzoekspopulatie omvat beursgenoteerde, niet-financiële Nederlandse

ondernemingen die een goodwill impairment hebben aangekondigd in de periode 1 juli 2001 tot 1 juli 2003. Omdat we gebruikmaken van event study methodologie is het nodig om de precieze datum te achterhalen waarop de aankondiging van de goodwill impairment werd gedaan. Om alle meldingen met bijbehorende datum te achterhalen hebben we *Het Financieele Dagblad* doorzocht op aankondigingen van impairmentlasten in de periode 1 juli 2001 tot 1 juli 2003. De eerste meldingen kwamen in november 2001. Op 5 november 2001 meldde KPN dat het overwoog om een impairmentlast te nemen, zonder daarbij bedragen te noemen. Op 21 november kwam KPN met het bericht dat er een impairmentlast genomen zou worden in het eerste kwartaal van 2002 in de orde van € 9 tot 11 miljard. Uiteindelijk werd op 14 maart 2002 bekendgemaakt dat er een last van € 12,4 miljard werd genomen, ten laste van het boekjaar 2001. Van belang is verder dat er sprake is van een expliciete aankondiging door de onderneming. In een enkel geval werd een impairmentlast pas publiek als gevolg

van het deponeren van de cijfers bij de Amerikaanse toezichthouder zonder dat de onderneming daar ruchtbaarheid aan gaf; aan deze gebeurtenissen is geen eenduidige datum te koppelen. Ook impairmentlasten die wel in het jaarverslag vermeld werden, maar geen aandacht in *Het Financieele Dagblad* kregen, zijn niet meegenomen vanwege hetzelfde probleem (vandaar dat het aantal waarnemingen minder groot is dan Knoops en Huij (2004) vinden).

We hebben uiteindelijk zeventien meldingen van beursgenoteerde Nederlandse ondernemingen gevonden (zie tabel 1). Zoals al blijkt uit het voorbeeld van KPN is er niet altijd sprake van een eenduidig moment van aankondiging. Regelmatig wordt er een schatting afgegeven, waarna bij de presentatie van perioderesultaten een definitief getal wordt gegeven. De problematiek rond het correct schatten van goodwillwaarderingen blijkt uit de verschillen die soms ontstaan. Een typisch voorbeeld is de melding van Numico. Numico meldde op 7 november 2002 een goodwillafboeking van € 1,4 miljard. Bij de presentatie van de jaarcijfers op 7 maart 2003 werd een extra afboeking gemeld van € 385 miljoen, maar wel ten laste van het vierde kwartaal van 2002. De vraag is dan of de extra last moet worden gezien als een correctie op de aankondiging van november 2002, of als een nieuwe gebeurtenis. Omdat de impairmentlast van november 2002 als een definitief bedrag werd gemeld, wordt ervoor gekozen om de melding van 7 maart 2003 als aparte waarneming toe te voegen.

De meldingsdatum bij meerdere aankondigingen is die datum waarop voor het eerst door de onderneming bekend wordt gemaakt dat er sprake zal zijn van een impairmentlast. Met name bij de eerste twee aankondigingen (van Numico en KPN in november 2001) lieten de betrokken ondernemingen weten dat er naar mogelijke impairmentlasten gekeken zou worden, zonder duidelijk te stellen dat er daadwerkelijk moest worden afgeboekt. Daarna maakten ondernemingen altijd bekend dat impairmentlasten noodzakelijk waren, echter zonder daarbij altijd een bedrag of een schatting te noemen. Met uitzondering van de genoemde meldingen van Numico en KPN wordt als meldingsdatum de eerste datum genomen waarop bekend wordt gemaakt dat afboeking van goodwill daadwerkelijk noodzakelijk is. Indien daarbij een bedrag wordt genoemd in de vorm van een schatting, wordt het gemiddelde van de genoemde bedragen genomen. Als er helemaal geen bedrag wordt genoemd, gaan we uit van de definitieve impairmentlast die uiteindelijk genomen wordt.

Tabel 1. Meldingen van impairmentlasten. Als datum voor de koersreactie is de definitieve melding genomen, of de datum met * bij de meldingsgeschiedenis.

onderneming	definitief bedrag en datum	meldingsgeschiedenis
Besi	11-2-03: 3,3 miljoen	
Buhrmann	13-2-03: 573 miljoen	
CMG	27-2-02: 920 miljoen	
Crucell	23-12-02: 30,9 miljoen	
Docdata	8-1-02: 7 miljoen	
Getronics 1	5-3-02: 930 miljoen	8-11-01: orde 700 miljoen *
Getronics 2	4-3-03: 350 miljoen	8-11-02: impairment noodzakelijk*
KPN	14-3-02: 12,4 mrd	5-11-01: overweegt impairment, 21-11-01: orde 9-11 miljard *
Laurus	20-3-02: 90 miljoen	
LogicaCMG	5-3-03: 666 miljoen	
New Skies	30-7-02: 24 miljoen	
Numico 1	7-3-02: 473 miljoen	7-11-01: overweegt impairment, 21-1-02: orde 400-450 miljoen *
Numico 2	8-11-02: 1,4 mrd	
Numico 3	6-3-03: 385 miljoen	
Telegraaf	22-3-02: 27,5 miljoen	
VNU	13-3-02: 140 miljoen	13-12-01: ongeveer 140 miljoen *
Vredestein	28-3-02: 4,7 miljoen	

Naast de precieze datum en het impairmentbedrag doet zich een complicerende factor voor met betrekking tot de analyse van de marktreactie. Aankondigingen van goodwill impairments vinden namelijk zelden separaat plaats. Vaak gebeurt het in het kader van kwartaal- of jaarresultaten, en een enkele keer wordt de aankondiging vergezeld van een winstwaarschuwing. Dat maakt het lastig om het effect van de impairment-aankondiging te isoleren. Echter, het is niet noodzakelijk zo dat een presentatie van perioderesultaten leidt tot een koersreactie. Het eerder aangehaalde werk van Beaver (1968) dat significante reacties op winstmededelingen vond, is later gerepliceerd door Bamber et al. (2000) op een grotere steekproef, en zij vonden dat de resultaten van Beaver (1968) vooral het gevolg waren van enkele uitschieters: 'a focus on mean effects obscures the fact that most individual earnings announcements are not associated with unusual price reactions' (Bamber et al., 2000, p. 105). Daar komt bij dat de presentatie van perioderesultaten een vaststelling is van prestaties uit het verleden, terwijl een goodwill impairment verband houdt met toekomstige prestaties. Als de aankondiging van een impairmentlast samengaat met een winstwaarschuwing, lijkt er sprake te zijn van een groter probleem; de kleine hoeveelheid waarnemingen staat ons echter niet toe daarop te selecteren.

De koersreactie wordt bepaald met behulp van abnormale rendementen. Voor de normale koersbeweging wordt het verloop van de AEX-index genomen. Het dagelijkse abnormale rendement van onderneming i op dag t wordt bepaald als:

$$ar_{i,t} = \frac{p_{i,t}}{p_{i,t-1}} - \frac{aex_t}{aex_{t-1}}$$

waarbij $p_{i,t}$ de slotkoers is van onderneming i op dag t , en aex_t de slotstand van de AEX-index op dag t . Cumulatieve abnormale rendementen worden berekend door de abnormale rendementen per dag te sommeren. Veranderingen in marktwaarde worden bepaald door de aandelenkoersen te vermenigvuldigen met het aantal uitstaande aandelen. Alle gegevens komen van Bloomberg.

4 Resultaten

We evalueren de reactie van de markt op impairment-aankondigingen op de dag van aankondiging zelf, en gedurende de drie dagen rondom de aankondiging, dus in het tijdsvenster $[-1, +1]$. Met dit driedaags venster wordt een zekere mate van inefficiëntie van de

Tabel 2. Marktreactie op aankondigingen van impairmentlasten. AR_0 : abnormaal rendement op aankondigingsdag, $CAR_{-1,+1}$: cumulatief abnormaal rendement van de dag voor tot en met de dag na aankondiging, $MW_0/BEDRAG$ en $MW_{-1,+1}/BEDRAG$: idem, maar dan voor de abnormale verandering in marktwaarde gedeeld door het impairmentbedrag.

	gemiddeld	min	max	std dev
AR_0	-4.49	-22.26	3.35	6.94
$CAR_{-1,+1}$	-7.58	-29.48	4.12	8.76
$MW_0/BEDRAG$	19.95	-9.00	146.54	43.51
$MW_{-1,+1}/BEDRAG$	32.21	-189.47	256.64	95.71

Nederlandse aandelenmarkt ondervangen (zie bijvoorbeeld Fery et al., 2003, voor een analoog gebruik van dit tijdsvenster). Als een verdere controle voor de impact van de aankondigingen is het relatieve handelsvolume gedurende de periode $[-15, +15]$ beoordeeld, dus in de 31 handelsdagen rondom de aankondiging. Het handelsvolume van elke dag wordt gedeeld door het gemiddelde handelsvolume over deze periode. Uitsluitend voor de aankondigingsdag zelf ($t = 0$) en de dag erna ($t = 1$) zijn deze volumes significant groter dan 1.

Uit tabel 2 blijkt dat de markt gemiddeld negatief reageert op de aankondiging van een impairmentlast, maar dat er sprake is van grote variatie. Als we naar de driedaagse rendementen kijken, zien we een gemiddelde daling van 7,5%. De uitersten liggen ver uit elkaar: de maximale koersdaling is bijna 30%, terwijl er ook een *stijging* van meer dan 4% plaatsvindt. Om te kijken hoe de marktreactie zich verhoudt tot de impairmentlast kijken we naar de ratio van de abnormale verandering in marktwaarde en het impairmentbedrag. Daarbij wordt de impairmentlast als een negatief getal genomen (het is immers een waardevermindering), waardoor de theoretische waarde van de ratio 100% is: in dat geval wordt de waardevermindering van de onderneming als gevolg van goodwill impairment na aankondiging volledig in de marktwaarde verwerkt. We zien dat de driedaagse abnormale verandering in marktwaarde gemiddeld genomen 30% van de impairmentlast bedraagt. De ratio's zijn per onderneming uitgezet in figuur 1. Daar zien we dat er in veertien van de zeventien gevallen sprake is van een positieve ratio, dus van een waardedaling rond de impairment-aankondiging, maar ook dat de meeste van deze positieve ratio's duidelijk onder de 100% zitten. Hieruit blijkt dat er geen sprake is van een totale verrassing voor de markt, die de

Tabel 3. Marktreactie op aankondigingen van impairmentlasten. AR_0 : abnormaal rendement op aankondigingsdag, $CAR_{-1,+1}$: cumulatief abnormaal rendement van de dag voor tot en met de dag na aankondiging, $MW_0/BEDRAG$ en $MW_{-1,+1}/BEDRAG$: idem, maar dan voor de abnormale verandering in marktwaarde gedeeld door het impairmentbedrag. Panel A toetst of de waarnemingen verschillen van 0, panel B toetst of de waarnemingen verschillen van 100.

	t-test		binomial sig	wilcoxon sig	
	gemiddeld t	sig			
Panel A: toetswaarde = 0					
AR ₀	-4.49	-2.67	0.017	.332	.022
CAR _{-1,+1}	-7.58	-3.57	0.003	.013	.003
MW ₀ /BEDRAG	19.95	1.89	0.077	.332	.035
MW _{-1,+1} /BEDRAG	32.21	1.39	0.184	.013	.017
Panel B: toetswaarde = 100					
MW ₀ /BEDRAG	19.95	-7.56	.000	.002	.001
MW _{-1,+1} /BEDRAG	32.21	-2.92	.010	.013	.031

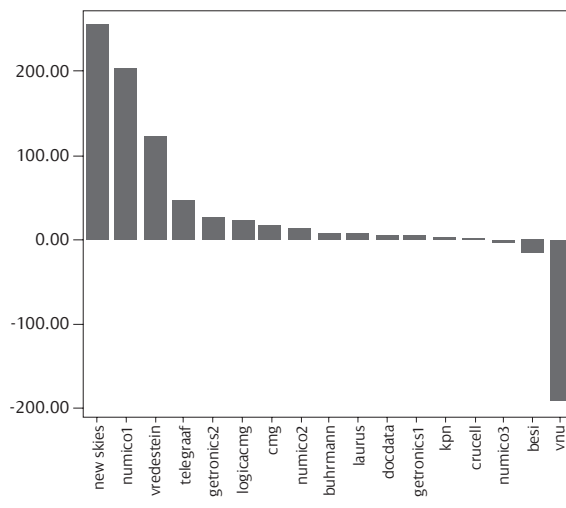
onderneming minder sterk afwaardeert dan op grond van de impairmentlast kon worden verwacht. Verder zien we een zeer grote negatieve ratio voor VNU. Deze is het gevolg van een klein impairmentbedrag (dus een kleine noemer), en niet van een grote koersreactie. De impairmentlast die VNU aankondigde, bedroeg €140 miljoen, terwijl de marktwaarde van VNU toen € 6,5 miljard bedroeg. Samen met een positief cumulatief abnormaal rendement rondom de aankondiging van 4,1% resulteert een hoge ratio van -189%.

De vraag of de koersreacties significant zijn, beantwoorden we met behulp van een aantal statistische toetsen. Gezien het kleine aantal waarnemingen en de grote variatie maken we daarbij ook gebruik van verdelingsvrije (non-parametrische) toetsen. De eerste vraag daarbij is of de reacties significant verschillen van 0, dus of er sprake is van een significant abnormaal rendement rond impairment aankondigingen. Is dat het geval, dan voorzien aankondigingen van impairmentlasten de markt van nieuwe informatie. Daartoe toetsen we eerst de koersreacties op de dag zelf, en over de drie dagen rondom de aankondiging, met behulp van een *t*-test. In tabel 3 zien we dat zowel op de dag van aankondiging als in de driedaagse periode rond de aankondiging een significant negatieve reactie optreedt ($p < .05$). Daarnaast voeren we twee verdelingsvrije toetsen uit. De bino-

miale toets beoordeelt of de waarnemingen in een bepaalde verhouding ten opzichte van een snijpunt voorkomen. In dit geval is dat snijpunt 0, en zou de helft van de waarnemingen kleiner dan 0 moeten zijn, en de helft groter (zie bijvoorbeeld Siegel en Castellan, 1988, p 38). De Wilcoxon-toets is de verdelingsvrije variant van de *t*-test. De reactie op de aankondigingsdag is alleen volgens de Wilcoxon-toets negatief, de driedaagse marktreactie is dat volgens beide toetsen.

Is de marktreactie echter ook zodanig dat er sprake is van volledige verwerking van de impairmentlast, of heeft de markt het al zien aankomen? Om daar antwoord op te krijgen kijken we in hoeverre de ratio van abnormale verandering in marktwaarde en impairmentlast verschilt van 100%. Uit figuur 1 kunnen we al aflezen dat deze ratio voor veertien van de zeventien waarnemingen substantieel onder de 100 ligt. We voeren wederom een *t*-test, een binomiale toets en een Wilcoxon-toets uit. Uit tabel 3 blijkt duidelijk dat de ratio's ver onder de 100 liggen, en dat de markt de impairment aankondiging niet vertaalt in een identieke vermindering van de marktwaarde van de ondernemingen. Alle toetsen zijn significant met $p < .05$. Dat impliceert dat de markt de verandering in de verwachte toekomstige kasstromen al heeft verwerkt, of dat ze de toekomstige kasstromen anders waardeert.

Figuur 1. De verhouding tussen de impairmentlast en de abnormale verandering in marktwaarde van de dag voor de aankondiging tot de dag na aankondiging. Een waarde van 100 betekent dat de marktwaardedaling precies even groot is als de impairmentlast.



5 Conclusie

In dit artikel hebben we de koersreactie op de aankondiging van goodwill impairments door Nederlandse ondernemingen geanalyseerd. Als de impairment-aankondiging nieuws bevat voor de markt, zal er een koersdaling moeten optreden die, in geval van een volledig verrassende mededeling, even groot zou moeten zijn als de hoogte van de impairment. Analyse van de reactie op de zeventien meldingen van goodwill impairments die tussen 1 juli 2001 en 1 juli 2003 door Nederlandse ondernemingen zijn gedaan, laat zien dat de koers licht significant daalt rond de aankondiging, maar dat de grootte van de marktwaardeverandering klein is in verhouding tot de hoogte van de impairmentlast. Blijkbaar wordt de markt slechts in geringe mate verrast door de aankondiging en de omvang van goodwill impairments.

De kanttekeningen bij dit onderzoek zijn substantieel van aard. De belangrijkste is het feit dat impairment-aankondigingen zelden geïsoleerd worden gedaan. Meestal gebeurt dit in het kader van het rapporteren van periodecijfers. De marktreactie bestaat dan deels uit het confronteren van de gerapporteerde cijfers met de verwachtingen die daarover leefden, en deels uit het verwerken van de informatie die in de impairment-aankondiging besloten ligt. Een remedie hiertegen is het uitvoeren van een 'incremental association' onderzoek, waarbij op lange termijn wordt bekeken of de impairmentlasten een significante bijdrage leveren aan het verklaren van de marktwaardes van ondernemingen. Zo'n type onderzoek zou kunnen uitwijzen of impairmenttoetsen helpen bij het in overeenstemming brengen van boek- en marktwaardes van ondernemingen.

Verder is het aantal waarnemingen waarop wij onze conclusies hebben gebaseerd, relatief klein. Een daarmee samenhangende kanttekening is dat de variatie van de abnormale rendementen op en rondom het moment van aankondiging zeer groot is. Een mogelijke oplossing voor deze problematiek is om het onderzoek op een grotere markt dan de Nederlandse te betrekken, bijvoorbeeld de Amerikaanse.

Op basis van de door ons geanalyseerde marktreacties lijkt het echter redelijk om te veronderstellen dat de aantasting van de goodwill grotendeels door de markt wordt voorzien, en dat de informatieve waarde van de aankondiging ervan beperkt is. ■

Literatuur

- Barth, M.E. en G. Clinch, (1998), Revalued financial, tangible, and intangible assets: associations with share prices and non-market-based value estimates, in: *Journal of Accounting Research*, vol. 36 (supplement), pp. 199-233.
- Beaver, W., (1968), The information content of annual earnings announcements, in: *Journal of Accounting Research*, vol. 6 (supplement), pp. 67-92.
- Fery, J., D. Gasbarro, D.R. Woodliff en J.K. Zumwalt, (2003), Market reaction to published and non-published corporate loan announcements, in: *Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 43, pp. 1-10.
- Hau, T. en C.D. Knoop, (2003), De verwerking van goodwill in de jaarrekening, in: *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 77, juni, pp. 261-269.
- Holterman, W.G.M., (2004), Waardebepaling in het kader van de goodwill impairment-test, in: *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 78, juni, pp. 269-276.
- Holthausen, R.W. en R.L. Watts, (2001), The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting, in: *Journal of Accounting and Economics*, vol. 31, pp. 3-75.
- Hoogendoorn, M.N., (2002), Goodwill: afschrijven of niet afschrijven?, in: *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 76, januari/februari, pp. 18-23.
- Knoop, C.D. en J.H.A. Huij, (2004), Bijzondere waardevermindering van vaste activa, in: *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 78, juni, pp. 282-292.
- Moehle, S.R. en J.A. Reynolds-Moehle, (2001), Say good-bye to pooling and goodwill amortization, in: *Journal of Accountancy*, vol. 192, September, pp. 31-38.
- Praag, B. van, (2001), *Earnings management: empirical evidence on value relevance and income smoothing*, proefschrift, Universiteit van Amsterdam.
- Siegel, S. en N.J. Castellan, (1988), *Nonparametric statistics for the behavioral sciences*, 2nd ed., McGraw-Hill, New York.
- Smith Bamber, L., T.E. Christensen en K.M. Graver, (2000), Do we really know what we think we know? A case study of seminal research and its subsequent overgeneralization, in: *Accounting, Organizations and Society*, vol. 25, pp. 103-129.
- Triest, S.P. van, (2002), Verwerking van goodwill in de jaarrekening: een Amerikaanse tragedie, in: *Accounting*, vol. 106, november, pp. 2-7.