

Informatievertekening meetbaar?

Self-serving gedrag in het directieverslag van beleggingsinstellingen

Dr. B. Kamp en Dr. G.J.M. Braam

EXTERNE VERSLAGGEVING

1 Inleiding

In het in dit tijdschrift opgenomen artikel van Kemp et al. 'Managers zijn net mensen' (MAB mei 2000) beschrijven de auteurs de resultaten van hun onderzoek naar de mate waarin het management positieve effecten op de winstgevendheid toeschrijft aan eigen verdiensten en anderzijds negatieve effecten op de winstgevendheid wijt aan externe omstandigheden die het management niet kunnen worden aangerekend. Dit verschijnsel wordt 'self-enhancing bias' respectievelijk 'self-protecting bias' genoemd. De auteurs meten deze vormen van bias (vertekening) met behulp van gegevens uit een aantal jaarverslagen (directieverslagen) van beursgenoteerde ondernemingen. Hierbij classificeren zij de verklaringen ('attributies') die het management geeft voor de verandering van de winst als intern (I), dat wil zeggen verwijzingen naar omstandigheden die de onderneming (in)direct kan beïnvloeden. Of de auteurs classificeren de verklaringen als extern (E), dat wil zeggen omstandigheden die niet door de onderneming kunnen worden beïnvloed. Op basis van de empirisch gemeten verhouding tussen I en E attributies concluderen zij dat de bedoelde vertekeningen inderdaad optreden. Deze bevindingen zijn grotendeels in lijn met eerdere onderzoeken volgens vergelijkbare onderzoeksmethodes (Aerts, 1994, Bettman & Weitz, 1983, Salancik & Meindl, 1984, en Staw et al., 1983).

De vraag is of deze verhouding tussen interne en externe attributies een zuivere meting is van de

mate van vertekening door het management. In zijn algemeenheid is een vertekening alleen als zodanig aan te wijzen indien de 'werkelijkheid' ook bekend is. Immers, een vertekening is een afwijkende weergave van de werkelijkheid. Als men de werkelijkheid niet kent, kan men ook niet de afwijking vaststellen. In de context van het onderzoek op het gebied van self-enhancing bias en self-protecting bias is de werkelijkheid de daadwerkelijke invloed van managementbeslissingen op de winst. Er is alleen sprake van een vertekening (bias) indien in het jaarverslag de invloed van het management anders wordt voorgesteld dan die daadwerkelijk is geweest. En daarin schuilt juist het probleem voor de gehanteerde onderzoeksopzet: het jaarverslag, dat de enige bron van informatie is, bevat *mogelijkerwijs* vertekeningen. De vraag is dan ook of de gemeten verhouding tussen de attributies een vertekening is of een getrouwe weergave van de werkelijkheid. Indien het management van een onderneming excellente beslissingen neemt, is het terecht dat de positieve resultaten voornamelijk worden toegeschreven aan de verdienste van het management. Natuurlijk is het zeer moeilijk om de daadwerkelijke bijdrage van het management aan het resultaat te meten. Dit zou uitgebreid onderzoek in de interne bedrijfsvoering en administratie vergen, en zelfs dan is het toewijzen van resultaten aan management of externe factoren arbitrair. Immers, resultaten zijn doorgaans het gevolg van de combinatie van management en omgevingsfactoren. Net als bij synergie-effecten zijn de afzonderlijke inbrengen in het bedrijfsproces vaak niet eenduidig toe te wijzen aan de afzonderlijke 'input-factors'.

Dr. B. Kamp RA is verbonden aan BDO Walge-moed CampsObers en universitair docent aan de Katholieke Universiteit Brabant.

Dr. G.J.M. Braam RA is verbonden aan de Nijmegen School of Management van de Katholieke Universiteit Nijmegen.

In de eerdere onderzoeken zoals die van Kemp et al. (2000), Salancik & Meindl (1984), Staw (1983) en Bettman & Weitz (1983) hanteert men daarom de veronderstelling dat de winst *gelijkelijk* wordt bepaald door management en omgeving. Deze ver-

onderstelling wordt niet geëxpliciteerd, maar volgt uit de statistische interpretatie van de onderzoeksresultaten. Op basis van de resultaten, waaruit blijkt dat self-serving en self-protecting attributies significant vaker voorkomen dan externe argumenten, concluderen Kemp et al. dat deze bias in de praktijk voorkomt. Getoetst wordt dus of de gemeten aantallen attributies significant van elkaar verschillen, met andere woorden, men verwacht (als het ware de H-0-hypothese) dat deze aantallen aan elkaar gelijk zouden moeten zijn indien er *geen* bias zou zijn. De mate waarin de winstgevendheid beheersbaar is door het management zal echter per bedrijfstak verschillen. Bedrijfstakken verschillen in omgeving waarin zij opereren. In een stabiele markt zullen beslissingen van het management relatief sterker doorwerken dan in turbulente of conjunctuurgevoelige bedrijfstakken. Wanneer de winst relatief sterker wordt bepaald door het gevoerde beleid, is het terecht dat er meer interne attributies worden opgenomen in het directieverslag dan wanneer de winst grotendeels door externe factoren wordt bepaald. Van een vertekening is dan geen sprake. Kemp et al. betrekken weliswaar het verschil in stabiliteit van winsten in de vergelijking van hun bevindingen met die van Aerts, maar onderkennen niet dat dit mogelijk tot een meetfout in de analyse leidt.

Kemp et al. maken in hun analyse ook een onderscheid tussen attributies die een positieve en een negatieve invloed hebben gehad op het resultaat. Deze worden aangeduid als I+ en E+, respectievelijk I- en E-. Wanneer deze attributies worden uitgesplitst naar boekjaren met een grote winststijging enerzijds en boekjaren met een lage winststijging of winstdaling anderzijds, vinden zij dat self-serving attributies (I+ en E-) vaker voorkomen dan de niet self-serving attributies (I- en E+). Zij interpreteren dit als een aanwijzing van vertekening. Ook hier is weer de vraag wat het referentiepunt van deze verhouding zou moeten zijn. Impliciet veronderstelt men dat beide in evenwicht zouden moeten zijn. Voor wat betreft de interne attributies (I+ en I-) is dat a priori een boude veronderstelling. Indien I+ en I- precies in balans zouden zijn qua invloed op de winst zou dit impliceren dat *gemiddeld* het management geen toegevoegde waarde zou hebben, dat wil zeggen, ze doen evenveel goed als verkeerd. Aannemelijker is dat het management per saldo (van goede en slechte beslissingen) gemiddeld een positief effect op de winst heeft.

De impliciete veronderstellingen die aan de meetmethode ten grondslag liggen, leiden er mogelijk toe dat de mate van vertekening niet zuiver wordt

gemeten: de onbalans tussen de attributies wordt niet alleen bepaald door vertekeningen (bias) maar bevat mogelijk ook terechte attributies aan de positieve inbreng van het management op het resultaat. Kemp et al. doen de suggestie om vervolgonderzoek te doen naar het verschil in bias bij ondernemingen in een stabiele markt ten opzichte van ondernemingen in een markt met veel externe fluctuaties. In dit onderzoek maken we mede gebruik van deze suggestie om de mogelijke self-enhancing bias en self-protecting bias zuiverder te meten in een specifieke bedrijfstak. We herhaalden het onderzoek zoals beschreven door Kemp et al. op jaarverslagen van beleggingsinstellingen. In de volgende paragraaf zal worden uitgelegd waarom deze branche zo geschikt is om self-enhancing bias en self-protecting bias te meten.

2 De keuze voor beleggingsinstellingen

Zoals in het bovenstaande is betoogd, is de werkelijke invloed van het management op de winst doorgaans niet waar te nemen. De winst is een resultante van de mix van management- en omgevingsinvloeden. Voor sommige bedrijfstakken zullen beide ongeveer even zwaar wegen, bij andere bedrijfstakken ligt het accent duidelijk meer op de omgeving of op het management. Het bijzondere van beleggingsinstellingen is dat het beleggingsresultaat over de korte termijn van één boekjaar met name wordt bepaald door externe factoren. De invloed van het management op deze jaarwinst is beperkt. Dat wil niet zeggen dat het management van een beleggingsinstelling niet relevant is. Het management van de beleggingsinstelling kiest bewust voor een bepaald rendements- en risicoprofiel. Een hoger risico leidt doorgaans tot een hoger *verwacht* rendement. Ook door een gedegen beleggingsanalyse en een goede visie kan het management gemiddeld een betere performance bereiken dan het marktgemiddelde. Gemeten over meerdere jaren zal dit dan ook blijken uit een gemiddeld hogere winst. In de praktijk wordt dit inderdaad voor veel fondsen bijgehouden.

Een voorbeeld van zo'n vergelijking is te vinden op de internetsite www.nrc.nl/beleggingsfondsen. Essentieel is echter dat door de inherente volatiliteit van beleggingsresultaten deze outperformance alleen blijkt wanneer het gemeten wordt over een langere periode. In de praktijk ziet men dan ook dat bij het vergelijken van de beleggingsperformance vaak een periode van circa vijf jaar wordt gehanteerd. Gemeten over slechts één boekjaar is de 'ruis' te groot om de bereikte beleggingsresultaten toe te rekenen aan de kwaliteit van de beleggingsbeslissingen. Voor het bijzondere

geval van beleggingsinstellingen zijn er dus duidelijke redenen om te veronderstellen dat de *werkelijke* invloed van het management op het beleggingsresultaat over de korte termijn van één boekjaar nagenoeg nihil zal zijn, althans, zeer beperkt.

Hoewel er dus over de invloed van het management op het jaarresultaat van een beleggingsinstelling weinig valt te zeggen, zijn beleggingsinstellingen net als andere ondernemingen verplicht jaarlijks verantwoording af te leggen door middel van de jaarrekening. Ook voor hen geldt doorgaans artikel 391 Titel 9 BW 2 (het jaarverslag), zodat het management verplicht is een uiteenzetting te geven over de financiële gang van zaken gedurende het boekjaar. Gegeven de minimale invloed van het management op de jaarwinst, zal iedere toedichting van de resultaten aan managementbeslissingen als vertekening (bias) beschouwd kunnen worden. In tegenstelling tot andere bedrijfstakken hebben we hier dus wel een norm (namelijk vrijwel nihil) om de gemeten I+ en I- attributies tegen af te zetten. Er is hier geen vermenging tussen bias en daadwerkelijke verdienste van het management omdat de daadwerkelijke verdienste *gemeten op jaarbasis* vrijwel nihil is.

3 De opzet van het onderzoek

Voor ons onderzoek hanteerden wij grotendeels dezelfde opzet als Kemp et al. Evenals Kemp et al. hanteerden wij voor de classificatie van E en I attributies de indeling van Knoops & Krijgsman (1990):

E attributies:

- 1 conjunctuur;
- 2 politiek/overheid;
- 3 marktontwikkelingen.

I attributies:

- 4 marktpositie/marktbewerking;
- 5 strategie;
- 6 kostenaspecten.

Tabel 1: Attributies in de steekproef

	<i>Attributies</i>				<i>Totaal</i>
Steekproefomvang n = 50	E-	E+	I-	I+	
Aantal attributies	22 (155)	21 (92)	15 (103)	25 (307)	83 (657)
Gemiddeld	0,44 (3,1)	0,42 (1,8)	0,30 (2,1)	0,50 (6,1)	1,66 (13,1)
Percentage	26,5%	25,3%	18,1%	30,1%	100%

(tussen haakjes de corresponderende resultaten uit het onderzoek van Kemp et al.)

Gegeven de specifieke vorm van bedrijfsvoering van beleggingsinstellingen is bij de I attributies de strategie veruit het belangrijkste en wel de gekozen beleggingsstrategie. Marketing en kostenbeheersing spelen bij beleggingsfondsen een minder grote rol voor de te bereiken performance. Op grond van het voorgaande verwachten we dat de kans op het voorkomen van interne attributies (I+ en I-) in jaarverslagen van beleggingsinstellingen veel kleiner is dan bij andere ondernemingen en tendeert naar nul.

De beleggingsinstellingen die in dit onderzoek zijn opgenomen, zijn alle AEX-genoteerde *open end* aandelenfondsen, vijftientig in totaal. Gegeven de specifieke kenmerken van deze branche is niet alleen naar besprekingen van de winst gekeken maar eveneens naar de verandering van de intrinsieke waarde per aandeel van het fonds. Dit laatste is namelijk een gebruikelijkere maatstaf voor de winstgevendheid dan het absolute winstcijfer in de resultatenrekening. Analooq aan de selectiemethode van Kemp et al. zijn van ieder van deze beleggingsinstellingen het meest succesvolle en het minst succesvolle jaar geselecteerd over de periode 1995-1999. In totaal zijn dus vijftig jaarverslagen onderzocht.

4 Resultaten

De belangrijkste bevinding van de analyse is dat het aantal gevonden attributies in jaarverslagen van beleggingsinstellingen aanzienlijk lager is dan de aantallen die in de eerdere onderzoeken werden gevonden. De resultaten zijn weergegeven in Tabel 1.

Hoewel in alle jaarverslagen wel het rendementscijfer wordt genoemd, wordt het bereiken van dit rendementscijfer nauwelijks verklaard, noch met interne attributies, noch met externe attributies. Een van de weinige voorbeelden van een gevonden I+ attributie is de volgende: 'Deze goed getimede vergadering resulteerde in een aanpas-

sing van het belang in Japan in de portefeuille van ACH, wat ertoe heeft bijgedragen dat het fonds behoed is gebleven voor de zwaarste klappen die vielen op de beurs van Tokio.' Ook kwam een enkele maal een I- attributie voor: 'De door ons gehanteerde selectiemethodiek met een sterk accent op ondernemingen met een lage waardering werkte afgelopen jaar in deze landen niet in ons voordeel.'

Toch wordt zowel de omgeving als het beleggingsbeleid van het fonds veelal uitgebreid besproken. De meeste tekst wordt doorgaans besteed aan het schetsen van de ontwikkelingen van de economie, de aandelenmarkten en de koersen van specifieke beleggingen. In een afzonderlijke paragraaf wordt het gevoerde beleid besproken. Hierbij komen zaken aan de orde als het beleggingsprofiel van het fonds, de expertise van de analisten die aan de beleggingsinstelling zijn verbonden, en de wijzigingen in de portefeuille, zowel in termen van spreiding over sectoren, als in termen van aan- en verkopen van afzonderlijke fondsen. Kenmerkend is echter dat hierbij vrijwel nooit een directe relatie wordt gelegd met het bereikte rendement.

Nadere analyse van de gegevens volgens Tabel 1 wijst uit dat:

- het verschil tussen het percentage self-serving attributies (I+ en E-) en het percentage niet-self-serving attributies (I- en E+) statistisch niet significant is;
- het voorkomen van I+ niet statistisch significant verschilt van het voorkomen van de attributies E- of E+ of I-.

Hierbij hebben we een t-toets gehanteerd met een betrouwbaarheid van 95%¹.

De conclusie is dan ook dat hoewel beleggingsfondsen wel verslag doen over zowel de externe omgeving als het intern gevoerde beleid, de bereikte jaarresultaten vrijwel niet worden verbonden aan de eigen inbreng van het management, of direct worden gekoppeld aan negatieve externe omstandigheden. Dit impliceert dat de self-enhancing bias en self-protecting bias vrijwel niet voorkomen bij beleggingsinstellingen.

De vraag is of deze resultaten doorgetrokken kunnen worden naar andere bedrijfstakken. Dit kan alleen indien managers in deze branche vergelijkbaar zijn met die in andere branches. Een overeenkomst met managers in andere branches is bijvoorbeeld dat managers worden afgerekend op de behaalde resultaten. Dit geldt zelfs in versterkte mate voor beleggingsinstellingen. Er zijn twee

argumenten aan te voeren waarom juist bij beleggingsinstellingen er een belang én een mogelijkheid is om de performance te vertekenen. Voor beleggingsinstellingen is de performance een belangrijk marketinginstrument. Juist op dit punt moeten beleggingsinstellingen zich van elkaar onderscheiden om zo nieuwe deelnemers te werven. Daarbij komt het feit dat het publiek dat jaarverslagen van beleggingsinstellingen leest minder financieel onderlegd zal zijn dan bij andere beursgenoteerde ondernemingen, immers: deelnemers aan beleggingsfondsen kozen er voor om het actieve beleggen uit te besteden aan de beleggingsinstelling. De laatste jaren is de reclame door beleggingsinstellingen nader gereguleerd. Er zijn uniforme regels voor de meting van de performance (waarbij expliciet wordt gesteld dat een meting op jaarbasis alléén niet aanvaardbaar is). En de vermelding dat koersresultaten uit het verleden geen garantie bieden voor de toekomst is verplicht. Kennelijk onderkent men dat juist bij beleggingsfondsen het publiek kan worden misleid door self-serving bias.

De invloed van deze regelgeving is echter tweeledig. Door het ontstaan van deze regelgeving is de exogene ruis die in de jaarresultaten zit in de beleggingsbranche een bekender fenomeen dan in andere branches. Wanneer het publiek weet dat de invloed van het management op het beleggingsresultaat over de korte termijn van één boekjaar van een beleggingsinstelling niet hoog kan zijn, zou een manager die resultaten aan zichzelf toerekent zichzelf ongeloofwaardig maken. In andere branches is het wellicht beter mogelijk om ongemerkt de eigen inbreng te vertekenen. Indien het management van beleggingsinstellingen inschat dat het publiek de vertekening niet zal doorzien, zal de mate van bias in de beleggingsbranche vergelijkbaar zijn met de bias in andere branches. In dat geval wijst het vrijwel ontbreken van bias in dit onderzoek er op dat de gemeten bias in eerdere onderzoeken is overschat. De daadwerkelijke bias is immers lager doordat in de gemeten bias tevens een gedeelte van de daadwerkelijke inbreng van het management wordt meegeteld. Indien het management van beleggingsinstellingen verwacht dat het publiek weet dat *jaarresultaten* grotendeels exogeen bepaald worden, is de afwezigheid van bias een uniek bedrijfstakkenmerk. Dit laat echter onverlet dat de in eerdere onderzoeken gemeten bias in andere bedrijfstakken in een bepaalde mate is overschat. Indien beleggingsmanagers geen 'gewone managers' zijn, biedt de uitkomst van dit onderzoek in mindere mate een indicatie van de mate van deze overschatting. Variërend op de titel van het artikel van Kemp et al. is dus nog de

vraag: zijn fondsbeheerders net managers? Zo ja, dan valt de mate van vertekening in jaarverslagen toch wel mee.

5 Samenvatting en conclusies

Mensen zijn in het algemeen geneigd om succes toe te dichten aan de eigen positieve inbreng en om mislukkingen te wijten aan negatieve externe omstandigheden. Dit verschijnsel wordt aangeduid als self-serving gedrag. In eerdere onderzoeken werd deze vertekening empirisch onderzocht in jaarverslagen (directieverslagen) van ondernemingen. Hierbij werden de gegeven verklaringen voor de winstverandering gecategoriseerd als een verwijzing naar eigen inbreng van het management ofwel als een verwijzing naar externe invloeden (buiten de macht van het management). In deze onderzoeken werd een relatief groot aantal positieve interne verklaringen (attributies) gevonden ten opzichte van positieve externe omstandigheden en negatieve eigen inbreng. Op basis van deze metingen werd geconcludeerd dat self-serving gedrag inderdaad voorkomt in het directieverslag. In dit artikel wordt gewezen op een fundamentele vertekening in deze meetmethode waardoor de daadwerkelijke inbreng van het management gedeeltelijk als vertekening wordt meegenomen. Deze meetmethode heeft namelijk als stilzwijgende veronderstelling dat het ondernemingsresultaat gelijkelijk wordt bepaald door interne en externe factoren, en dat de positieve inbreng van het management in evenwicht is met de negatieve inbreng van het management. Beide veronderstellingen worden niet gevalideerd hoewel ze a priori niet realistisch lijken. In ons onderzoek hebben wij de methodiek toegepast op beleggingsinstellingen. Deze bedrijfstak heeft namelijk kenmerken die bovengenoemde meetfout mitigeren, waardoor de mogelijke vertekening zuiverder kan worden gemeten.

Beleggingsresultaten zijn door de marktvolatiliteit op de korte termijn moeilijk beheersbaar. Pas wanneer over een langere termijn van bijvoorbeeld vijf jaar wordt gemeten, kan men de inbreng van het management betrouwbaar onderscheiden van ruis en kan men de kwaliteit van het beleggingsbeleid tussen fondsen vergelijken. Dit impliceert dat het beleggingsresultaat over de korte termijn van één boekjaar niet, of slechts in beperkte mate, aan de inbreng van het management kan worden toegedicht. Wanneer toch interne attributies worden aangetroffen in directieverslagen duidt dit op vertekening.

In de vijftig onderzochte jaarverslagen van beleggingsinstellingen vonden we aanmerkelijk minder interne en externe attributies dan in de

eerdere onderzoeken onder 'gewone' ondernemingen. Hoewel de omgeving en het beleggingsbeleid meestal redelijk uitgebreid worden beschreven, lijkt de bereikte performance als een gegeven te worden geaccepteerd en wordt nauwelijks gerelateerd aan de eigen inbreng van het management. In deze bedrijfstak lijkt self-serving gedrag dus nauwelijks voor te komen. Indien managers van beleggingsinstellingen lijken op 'gewone' managers rijst het vermoeden dat de self-serving bias in eerdere onderzoeken inderdaad enigszins overschat is door de geconstateerde meetfout.

LITERATUUR

- Aerts, W., (1994), On the use of accounting logic as an explanatory category in narrative accounting disclosure, *Accounting, organizations and society*, Vol. 19, pp. 337-353.
- Bettman, R.J. en A.B. Weitz, (1983), Attributions in the board room: causal reasoning in corporate annual reports, *Administrative Science Quarterly*, pp. 165-183.
- Kemp, B., R.B.H. Hooghiemstra, L.G. van der Tas en B. Wierings, (2000), Managers zijn net mensen, *MAB*, pp. 168-178.
- Knoops, C.D. en J.W. Krijgsman, (1990), Toekomstgerichte gegevens in het bestuursverslag, in: *Jaar in Jaar uit nr. 5*, (J. Dijkma, red.), Wolters-Noordhoff, pp. 237-260.
- Salancik, G.R. en J.R.M. Meindl, (1984), Corporate attributions as strategic logic illusions of management control, *Administrative Science Quarterly*, pp. 238-254.
- Staw, B.M., P.I. McKechnie en S.M. Puffer, (1983), The justification of organizational performance, *Administrative Science Quarterly*, pp. 582-599.

NOOT

1 Gegeven het beperkte aantal van gevonden attributies is een nadere splitsing naar hoog- en laagrenderende ondernemingen, zoals in eerdere onderzoeken, niet gedaan. Op voorhand is al te verwachten, gegeven het kleine aantal gevonden attributies, dat deze resultaten niet significant zullen zijn.