

Resultaatsturing en kapitaalmarkten

Een overzicht van de academische literatuur

Heidi Vander Bauwhede

SAMENVATTING Recente financiële rapporteringsschandalen (Enron, Worldcom) hebben de betrouwbaarheid van het gerapporteerde winstcijfer in vraag gesteld. In dit artikel bespreken we hoe ondernemingen hun resultaat kunnen sturen en hoe we dit resultaatsturingsgedrag kunnen detecteren. We geven ook een overzicht van de academische literatuur inzake resultaatsturing voor kapitaalmarktdoeleinden. Hieruit blijkt dat ondernemingen hun winst sturen rond bepaalde beursttransacties (zoals bijvoorbeeld initial public offerings en secondary equity offerings), om bepaalde streefcijfers te halen en om hun winst te egaliseren. Over de gevolgen van resultaatsturing voor beleggers bestaan in de literatuur tegenstrijdige uitkomsten. Sommige studies besluiten dat de beleggers resultaatsturing onmiddellijk doorzien. Andere studies concluderen dat beleggers slechts na verloop van tijd voor resultaatsturing corrigeren.

1 Inleiding

Het winstcijfer is een belangrijke maatstaf van de financiële prestatie van een onderneming en wordt door verschillende stakeholders van de onderneming (zoals aandeelhouders en beleggers, crediteuren, leveranciers, werknemers, consumenten, de overheid) gebruikt in hun beslissingsprocessen. Het winstcijfer speelt bijvoorbeeld een belangrijke rol bij beleggingsbeslissingen (aan- en verkoop van aandelen) en kredietbeslissingen. De laatste jaren rijzen echter alsmaar

meer vragen over de kwaliteit van het door de ondernemingen gepubliceerde winstcijfer. Er gingen ook alsmaar meer stemmen op dat het winstcijfer mogelijk 'opportunistisch' beïnvloed wordt, dit wil zeggen, gestuurd wordt in het eigenbelang van een welbepaalde stakeholder (vaak het management), en dit ten koste van de andere stakeholders (bijvoorbeeld de eigenaars). De voormalige voorzitter van de Amerikaanse beurswaakhond (de Securities and Exchange Commission of kortweg SEC) Arthur Levitt (1998), maakte zich reeds een aantal jaren geleden zorgen over de kwaliteit van het door de Amerikaanse beursgenoteerde ondernemingen gerapporteerde winstcijfer. Men vreest onder andere dat ondernemingen hun resultaat sturen om aan de winstverwachtingen van de aandelenmarkten tegemoet te komen. Zo hopen ze scherpe dalingen van de beurskoersen bij de aankondiging van ondermaatse prestaties te vermijden. Een vermoeden dat recent bevestigd werd door onder andere de Enron- en Worldcomschandalen.

Kwaliteitsvolle financiële rapportage en verantwoording is één van de voornaamste bouwstenen van een goed werkende kapitaalmarkt. De recente rapporteringsschandalen hebben het vertrouwen van de gebruikers in de kwaliteit van de externe verslaggeving in het algemeen, en in de kwaliteit van één cijfer uit deze verslaggeving, het resultaatcijfer in het bijzonder, zwaar op de proef gesteld en brengen zo een goede werking van de kapitaalmarkt in het gedrang. Is het echt zo erg gesteld met de kwaliteit van het gerapporteerde resultaat? Kun je als onderneming ongestraft het resultaat in een bepaalde richting sturen? Zijn er omstandigheden waarin je als gebruiker van het winst- (of verlies)cijfer extra op je hoede moet zijn voor resultaatsturing? Moet je als regelgever in het marktgebeuren ingrijpen of zal de markt zichzelf herstellen? Zowel opstellers en gebruikers van jaarrekeninginformatie als regelgevers zitten boordevol vragen. Het leek ons daarom zinvol de voornaamste resultaten van academisch onderzoek inzake resultaat-

Dr. H. Vander Bauwhede is postdoctoraal onderzoeker aan de Katholieke Universiteit Leuven (België). Zij promoveerde eind 2001 op een proefschrift getiteld: 'Earnings Management in a Non-Anglo-Saxon Environment: The Impact of Audit Quality, Public Ownership and Stakeholders'. Zij publiceerde in zowel nationale als internationale tijdschriften.

sturing – een specifieke vorm van jaarrekeningbeleid waarbij de onderneming poogt haar winst in een welbepaalde richting te sturen – op een rijtje te zetten (paragraaf 5)¹. We beperken ons daarbij tot resultaatsturing voor kapitaalmarktdoeleinden, omdat juist het gebruik van het resultaatcijfer door participanten in de kapitaalmarkt aan de basis lijkt te liggen van de recente rapporteringsschandalen. Voordat we deze literatuur doornemen, besteden we eerst aandacht aan het begrip ‘resultaatsturing’ (paragraaf 2), de manieren waarop ondernemingen hun resultaat kunnen beïnvloeden (paragraaf 3) en de methoden om resultaatsturing te detecteren (paragraaf 4).

2 Resultaatsturing: definitie

In de literatuur kunnen verschillende definities van resultaatsturing worden teruggevonden. Een van de meest omvattende definities is die van Healy en Wahlen (1999, p. 368). Zij omschrijven resultaatsturing als volgt:

‘Earnings management occurs when managers use judgement in financial reporting and in structuring transactions to alter financial reports to either mislead some stakeholder about the underlying economic performance of the company OR to influence contractual outcomes that depend on reported accounting numbers.’ Volgens Healy en Wahlen (1999) komt resultaatsturing dus voor indien het management bepaalde stakeholders wenst te misleiden over de onderliggende economische prestaties van de onderneming óf indien het management bepaalde contractuele overeenkomsten, die afhangen van boekhoudkundige cijfers (zoals kredietovereenkomsten of vergoedingscontracten), wenst te beïnvloeden. Het sturen van de winst om de opinie van beleggers aangaande de economische prestatie van de onderneming, en bijgevolg de aandelenkoersen, te beïnvloeden, is een voorbeeld van de eerste vorm van resultaatsturing. Healy en Wahlen (1999) hebben het hierbij uitdrukkelijk en uitsluitend over het *misleiden* van stakeholders. Winststuring hoeft echter niet altijd een negatieve bijklank te hebben. Winststuring kan ook worden aangewend om private informatie (dat is informatie die alleen bij het management van de onderneming bekend is) aangaande de toekomstige prestaties van de onderneming naar de markt te communiceren (zie paragraaf 5.3).

3 Hoe het winstcijfer beïnvloeden?

Volgens de definitie van Healy en Wahlen (1999) kan de onderneming op twee totaal verschillende wijzen haar winstcijfer sturen. In de eerste plaats kan ze haar

winst sturen door het strategisch plannen van enkele reële transacties, zoals bijvoorbeeld de verkoop van activa, de uitgaven inzake onderzoek en ontwikkeling en het beheer van de voorraad (zie bijvoorbeeld Bartov, 1993; Bushee, 1998). Een tweede manier om het winstcijfer in de gewenste richting te sturen, is door haar verslaggevingsgedrag. Hierbij kunnen we nog een onderscheid maken tussen twee verschillende vormen van resultaatsturing door verslaggevingsgedrag, namelijk resultaatsturing binnen de richtlijnen voor verslaggeving (binnen GAAP of ‘Generally Accepted Accounting Principles’) en resultaatsturing door inbreuken op de richtlijnen (ook wel aangeduid als resultaat*manipulatie*). Resultaatmanipulatie kan worden beschouwd als een vorm van fraude, een economisch misdrijf (zie bijvoorbeeld Van Rooijen, 2002, p. 20). Zo wordt vermoed dat Enron, Worldcom en Lernout & Hauspie zich schuldig hebben gemaakt aan resultaatmanipulatie.

Bij resultaatsturing binnen GAAP wordt het resultaat beïnvloed door het aanwenden van de aanwezige *flexibiliteit* in de verslaggevingsregels, dat wil zeggen het aanwenden van de mogelijkheden die binnen GAAP voor resultaatsturing worden geboden (zie Van Rooijen, 2002, p. 17). Zo kan de onderneming kiezen tussen verschillende accountingmethoden, wat invloed zal hebben op de hoogte van het winstcijfer. Ondernemingen die er bijvoorbeeld voor opteren om softwarekosten te activeren en af te schrijven in plaats van deze onmiddellijk in de winst- en verliesrekening op te nemen, kunnen dit jaar een hoger resultaat rapporteren (zie ook Hoogendoorn, 2001).

Aangezien de keuze van accountingmethoden een belangrijke impact kan hebben op de waarde van het winstcijfer, worden *wijzigingen* in de gebruikte accountingmethoden (dit zijn stelselwijzigingen) vaak aangewend om het winstcijfer op een bepaald ogenblik in een bepaalde richting te sturen (zie bijvoorbeeld Hoogendoorn, 1987, 1990, 1991). Zo konden ondernemingen die in voorgaande perioden hun softwarekosten ineens ten laste brachten van het resultaat én hun resultaat wenssen te verhogen, overstappen naar het activeren en stelselmatig afschrijven van deze kosten om hun doel te bereiken. Dergelijke wijziging in de waarderingsgrondslagen van immateriële activa blijkt een relatief vaak voorkomende stelselwijzigingen in Nederland (zie Hoogendoorn en Peek, 2000, p. 142). Naast het kiezen van adequate accountingmethoden worden de managers van ondernemingen vaak geconfronteerd met keuzes inzake het al dan niet boeken van waardeverminderingen en voorzieningen (bijvoorbeeld voorzieningen voor dubieuze debiteuren), het herwaarderen van activa en dergelijke

EXTERNE VERSLAGGEVING

meer. Bovendien zal het management niet alleen moeten beslissen of waardeverminderingen, voorzieningen en herwaarderingen nodig en aangewezen zijn, ze zal ook hun waarde (de omvang) moeten schatten. Ook deze beslissingen en schattingen hebben een ontegensprekelijk effect op het gerapporteerde winstcijfer, en kunnen dus worden gebruikt om het resultaat in een welbepaalde richting te sturen.

Hoogendoorn en Mertens (2001, p. 409) geven een overzicht van verschillende alternatieve grondslagen voor waardering en resultaatbepaling. Ze besluiten uit hun onderzoek dat er een grote mate van flexibiliteit aanwezig is in de Nederlandse verslaggevingsregels. Ook Van Rooijen (2002) bestudeerde de verslaggevingsalternatieven in Nederland en rapporteert dat er minimaal 85 verslaggevingsalternatieven zijn die betrekking hebben op stelselkeuzes, stelselwijzigingen, schattingen en schattingswijzigingen. Verder suggereren de resultaten van zijn onderzoek dat deze alternatieven het verschil kunnen maken in het rapporteren van een winstcijfer dat een redelijk goed beeld versus een relatief slecht beeld geeft van een specifieke onderneming. Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen blijken er bovendien een relatief liberaal resultaatbeleid op na te houden, dat wil zeggen het management schuwt het benutten van de mogelijkheden om het resultaat in positieve zin te beïnvloeden niet. De resultaten van Mertens (1997) bevestigen daarenboven dat wijzigingen in de Nederlandse wet- en regelgeving een duidelijke invloed kunnen hebben op de praktijk van de externe jaarverslaggeving. Zo vindt Mertens bijvoorbeeld dat de variabiliteit van de winsten alsook het aantal stelselwijzigingen met een invloed op het vermogen en/of resultaat na 1971 (het jaar waarin ondernemingen voor het eerst werden onderworpen aan de vereisten uit de Wet op de Jaarrekening van Ondernemingen – WJO) significant is toegenomen.

We vermelden voor de volledigheid nog een andere vorm van winststuring door verslaggevingsgedrag, namelijk het afronden van het winstcijfer (per aandeel) om een iets gunstiger resultaat te kunnen rapporteren (zie bijvoorbeeld Kinnunen en Koskela, 2001; Das en Zhang, 2001; Thomas, 1989).

We merken ten slotte nog op dat de literatuur inzake resultaatsturing voornamelijk resultaatsturing *binnen* de richtlijnen voor verslaggeving – en geen resultaat-manipulatie – onderzoekt.

4 Hoe resultaatsturing opsporen?

Resultaatsturing is niet eenvoudig op te sporen. Hierna beschrijven we enkele van de methoden die door onderzoekers werden aangewend.

We weten dat ondernemingen de aanwezige flexibiliteit in verslaggevingsregels kunnen aanwenden om het winstcijfer te beïnvloeden. De eerste resultaatsturingsstudies onderzochten dan ook of ondernemingen hun accountingmethoden systematisch zo kiezen of wijzigen, of hun politiek inzake het boeken van voorzieningen en dergelijke, systematisch zo aanpassen om hun winst te sturen (zie bijvoorbeeld Bowen e.a., 1995; Ter Hoeven, 1997 en 1998; Hoogendoorn, 1990 en 1991; Overboom en Vergoossen, 1997). Met andere woorden, opteren ondernemingen die hun winst willen verhogen bijvoorbeeld systematisch voor het activeren en afschrijven van uitgaven voor onderzoek, ontwikkeling en softwarekosten?

Een andere (en meer recente) groep studies volgt een meer omvattende benadering. Deze zogenaamde ‘accruals’-studies bestuderen of er een systematisch verband bestaat tussen de door de onderneming geboekte accruals (dit is het geheel van boekhoudkundige items dat ervoor zorgt dat er een verschil bestaat tussen het gerapporteerde winstcijfer en de gerealiseerde cash flow²) en haar wens om het winstcijfer in een bepaalde richting te sturen. Voor elke onderneming wordt een bepaald niveau van accruals verwacht, gegeven de schaal waarop ze opereert (haar verkoopcijfer) en de waarde van haar activa (zoals bijvoorbeeld gebouwen en materieel). Deze accruals worden in de literatuur aangeduid met de term *verwachte* (of *niet-discretionaire*) accruals. Het totale niveau van de gerapporteerde accruals wordt echter ook beïnvloed door de gekozen accountingmethoden en wijzigingen in deze methoden, door de geboekte voorzieningen, waardeverminderingen en dergelijke en zelfs door een aantal reële transacties (zoals bijvoorbeeld geboekte verliezen bij de verkoop van vaste activa onder hun boekwaarde). Door een aantal discretionaire beslissingen kan de onderneming haar accruals, en dus haar winstcijfer, in een bepaalde richting sturen. De accruals die het gevolg zijn van dergelijke beslissingen worden aangeduid met de term ‘*niet-verwachte*’ of ‘*discretionaire*’ accruals. ‘Accruals-studies’ onderzoeken dan ook meer specifiek of er geen verband bestaat tussen de niet-verwachte (discretionaire) accruals en een aantal drijfveren voor resultaatsturing. Een cruciaal punt hierbij is het schatten van de discretionaire accruals. Immers, alleen de totale accruals (de som van de verwachte en niet-verwachte accruals) zijn observeerbaar. Er werden in de literatuur dan ook verschillende modellen ontwikkeld om de verwachte en niet-verwachte accruals van elkaar te scheiden. Zo meet Healy (1985) de niet-verwachte accruals als het verschil tussen de totale accruals van het boekjaar waarin resultaatsturing wordt vermoed

en het gemiddelde van de totale accruals over de boekjaren waarin geen resultaatsturing wordt vermoed. DeAngelo (1986 en 1994) meet de niet-verwachte accruals als het verschil tussen de totale accruals van dit boekjaar en deze van het voorafgaande boekjaar. Dit model van DeAngelo kan worden beschouwd als een specifiek voorbeeld van het Healy-model waarin de periode waarin geen resultaatsturing wordt vermoed, beperkt is tot het voorgaande boekjaar.

Beide modellen, het Healy- en het DeAngelo-model zoals ze in de literatuur heten, gebruiken de totale accruals uit boekjaren waarin geen resultaatsturing wordt vermoed als referentie voor de verwachte accruals van het boekjaar waarin wél resultaatsturing wordt vermoed. De verwachte accruals worden echter ook bepaald door recente wijzigingen in de omgeving waarin de onderneming zaken doet. De vraag voor de goederen die de onderneming produceert, kan bijvoorbeeld plots gedaald zijn door wijzigingen in de technologische omgeving. De resulterende daling in het niveau van het klantenkrediet zal een ontegensprekelijk effect hebben op het niveau van de verwachte accruals. Noch het Healy- noch het DeAngelo-model controleren echter voor dergelijke wijzigingen in de verwachte accruals tengevolge van wijzigingen in de economische omgeving. Jones (1991) poogt hiervoor te corrigeren door de verwachte accruals te schatten aan de hand van twee parameters, namelijk de historische waarde van de gebouwen en machines in de onderneming *en* de *wijziging* in het verkoopcijfer. De historische waarde van gebouwen en machines wordt opgenomen als een determinant van de te verwachten afschrijvingen in de organisatie. De wijziging in het verkoopcijfer wordt opgenomen als een determinant voor de wijziging in het (niet-kas) werkkapitaal. Opnieuw vormt het verschil tussen de totale accruals van dit boekjaar en de (geschatte) verwachte accruals, de schatting voor de niet-verwachte accruals. Dit Jones-model werd later door Dechow e.a. (1995) nog iets verfijnd om rekening te houden met het feit dat de verkoopcijfers (die worden gebruikt voor de schatting van de verwachte accruals) reeds door het management beïnvloed kunnen zijn. De onderneming kan haar resultaat bijvoorbeeld naar boven sturen door het boeken van verkopen op krediet. Deze vorm van resultaatsturing zou echter niet gedetecteerd kunnen worden door het bestuderen van de *niet-verwachte* accruals geschat aan de hand van het Jones-model, daar verkoopstijgingen als een determinant van de *verwachte* accruals worden beschouwd. Daarom beschouwen Dechow e.a. (1995) alleen de wijziging in het verkoopcijfer ná aftrek van

Tabel 1. Overzicht van methoden aangewend bij de studie van resultaatsturing

Keuze van accountingmethoden
Wijzigingen in accountingmethoden (dit zijn stelselwijzigingen)
Voorzieningen en waardeverminderingen, herwaarderingsen
Discretionaire accruals
Verdeling van het winstcijfer
Afrondingen van het winstcijfer

de wijziging in de verkopen op krediet als een determinant van de wijziging in het (niet-kas) werkkapitaal, en dus totale accruals. In de literatuur verwijst men, bij gebruik van deze aanpassing, naar het Modified-Jones-model.

Hoewel bovenstaande modellen reeds vele jaren een zeer belangrijke peiler vormen van het empirisch resultaatsturingsonderzoek, is er onder wetenschappers ook kritiek gerezen op hun gebruik. Zo blijkt het bijvoorbeeld zeer moeilijk te zijn om met deze modellen minder uitgesproken vormen van resultaatsturingsgedrag te detecteren (Dechow e.a., 1995).

Recent proberen onderzoekers ook resultaatsturing op te sporen door de studie van discontinuïteiten in de verdeling van het winstcijfer *of* van de jaarlijkse *wijzigingen* in het winstcijfer (zie bijvoorbeeld Burgstahler en Dichev, 1997; Gore e.a., 2002), alsook door onderzoek naar het afronden van het winstcijfer *of* van de winst per aandeel ('Cosmetic Earnings Management') (Kinnunen en Koskela, 2001 en Das en Zhang, 2001). Bij een studie van de verdeling van de winstcijfers gaat men na of kleine positieve winsten en kleine winststijgingen (kleine verliezen en kleine winstdalingen) frequenter (minder frequent) voorkomen dan men zou verwachten. Studies inzake afrondingen van het winstcijfer onderzoeken bijvoorbeeld of een 0 als tweede cijfer van het gerapporteerde winstcijfer méér en een 9 minder voorkomt dan verwacht (Kinnunen en Koskela, 2001). Das en Zhang (2001) bestuderen of het cijfer na de komma van de winst per aandeel frequenter boven 4 dan onder 4 valt.

Het is belangrijk op te merken dat het bestuderen van resultaatsturing aan de hand van één van voorgaande methodes een zeer grote dataset vereist. Deze methoden kunnen dus moeilijk worden toegepast indien men slechts informatie over één enkele of een beperkt aantal onderneming(en) ter beschikking heeft. De methoden laten echter wel toe na te gaan of het resultaatsturingsgedrag van een onderneming systema-

EXTERNE VERSLAGGEVING

tisch gerelateerd is aan een aantal andere van haar kenmerken, zoals bijvoorbeeld haar schuldgraad en eigenaarsstructuur. Dit leidt tot een aantal interessante resultaten voor zowel de opstellers en gebruikers van de jaarrekening als de beleidsmakers.

Tabel 1 geeft een overzicht van de methoden die werden aangewend voor de studie van resultaatsturing. De resultaten van empirisch resultaatsturingsonderzoek voor kapitaalmarktdoeleinden en de inzichten voor opstellers en gebruikers van de jaarrekening en beleidsmakers worden in de volgende paragrafen besproken.

5 Resultaatsturing en de kapitaalmarkt

Zoals reeds vermeld is een betrouwbare financiële verslaggeving (waaronder ook een betrouwbaar winstcijfer) een hoeksteen van een goed werkende kapitaalmarkt. De relatie van de ondernemingen met de kapitaalmarkt kan dan ook een aantal belangrijke motieven creëren om het winstcijfer (en uiteindelijk de aandelenkoers) in een bepaalde richting te sturen. Zo kunnen ondernemingen hun winst opwaarts wensen te sturen in de hoop hun aandeel tegen een hogere prijs naar de markt te brengen, bijkomende externe financiële middelen te verkrijgen voor een lagere kostprijs of de overname van een onderneming tegen gunstigere voorwaarden af te ronden. Bovendien wordt vermoed dat ondernemingen hun winstcijfers managen zodat bepaalde streefcijfers worden bereikt. Het rapporteren van tegenvallende resultaten kan immers een daling van de beurskoers en dus de waarde van de onderneming tot gevolg hebben.

5.1 Wordt de winst gestuurd om aandelenkoersen te beïnvloeden?

Beursgang, behoefte aan bijkomende financiële middelen en overname

Verschillende studies (Aharony e.a., 1993; Friedlan, 1994; Rangan, 1998; Teoh e.a., 1998a en Teoh e.a., 1998b) onderzoeken of ondernemingen die voor het eerst naar de beurs gaan ('initial public offering') of reeds bestaande aandelen naar de markt brengen ('seasoned equity offering') hun winstcijfer artificieel verhogen in de hoop meer geld op te halen. De resultaten van deze studies zijn echter niet eenduidig. Terwijl Aharony e.a. (1993) maar weinig bewijs vinden voor deze stelling, suggereren de resultaten van Friedlan (1994), Rangan (1998), Teoh e.a. (1998a) en Teoh e.a. (1998b) dat ondernemingen hun winst wel degelijk artificieel verhogen voor een initial public offering of secondary equity offerings.

Ook ondernemingen die behoefte hebben aan bijkomende financiering proberen hun winstcijfer te verhogen. Zo tonen Chen en Yuan (2000) aan dat Chinese beursgenoteerde ondernemingen hun winst managen om de minimale 'return on equity' te rapporteren die in China nodig is om bijkomende aandelen te kunnen uitgeven. Dechow e.a. (1996) vinden dat ondernemingen die behoefte hebben aan bijkomende middelen hun winst verhogen in de hoop de kosten van deze bijkomende financiering te beperken. Erickson en Wang (1999) vinden bovendien dat ondernemingen in het kwartaal voor ze een overname financieren met aandelen, hun winst verhogen om de kosten van deze transactie te beperken. Ondernemingen blijken hun winst daarenboven meer te managen indien de voordelen van resultaatsturing groter zijn.

Earnings targets

Ondernemingen managen het winstcijfer niet alleen op het ogenblik dat ze naar de beurs gaan, bijkomende financiële middelen nodig hebben of een overname moeten financieren. Ze sturen het winstcijfer ook om bepaalde 'targets' of 'streefcijfers' te bereiken en scherpe dalingen in de beurskoersen te vermijden. Zo suggereren de resultaten van Van Praag (2001) dat Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen wier niet gestuurde resultaat (dit is het resultaat dat gerapporteerd zou worden indien het niet zou worden gestuurd) beneden de doelstelling (target) ligt én die voldoende mogelijkheden hebben om door resultaatsturing dit doel te halen, hun winst naar het doel proberen te sturen. Indien er onvoldoende ruimte is om het doel te halen, zal de onderneming de winst naar beneden sturen om zo ruimte voor de toekomst te creëren. Burgstahler en Dichev (1997) en Gore e.a. (2002) rapporteren dat het aantal (Amerikaanse en Britse) ondernemingen dat kleine positieve winstcijfers en kleine positieve winststijgingen rapporteert, groter is dan men zou verwachten. Bovendien blijken er vaak geen of slechts kleine positieve fouten in winstvoorspellingen ('forecast errors') voor te komen. Das en Zhang (2001) rapporteren dat Amerikaanse beursgenoteerde ondernemingen hun winstcijfer per aandeel afronden om 1 cent meer winst per aandeel te kunnen rapporteren. Ze rapporteren daarenboven dat er een grotere kans is dat de ondernemingen hun winstcijfer per aandeel afronden indien het management van de onderneming gelooft dat dit kan helpen om bepaalde 'streefcijfers', zoals bijvoorbeeld een positief winstcijfer, een winststijging of het winstcijfer dat analisten verwachten, te bereiken. Ook Payne en Robb (2000) vinden dat ondernemingen hun winst

managen opdat deze zou beantwoorden aan de winstverwachtingen van analisten.

Men mag aannemen dat ondernemingen niet alleen hun winst sturen om te beantwoorden aan de winstverwachtingen van analisten. Ondernemingen kunnen hun winst ook managen om het gerapporteerde cijfer te laten beantwoorden aan de verwachtingen van welbepaalde aandeelhouders. Jiambalvo e.a. (2002) onderzochten of ondernemingen die afhankelijk zijn van institutionele beleggers hun winst meer managen dan andere ondernemingen. De stelling van Jiambalvo e.a. (2002) is gebaseerd op de bewering dat institutionele beleggers nogal kortzichtig zouden durven zijn. Ze zouden hun beslissingen vooral baseren op het huidige winstcijfer, zonder rekening te houden met het potentieel van de onderneming op langere termijn. De resultaten van Jiambalvo e.a. (2002) leveren echter bewijs van het tegendeel: hoe groter het belang van de institutionele beleggers, hoe minder de ondernemingen hun winst sturen. Institutionele beleggers lijken dus niet louter belang te hechten aan het huidige winstcijfer. Kasznik (1999) vindt dat ondernemingen hun winst managen om hun *eigen* winstvoorspellingen te bereiken. Ondernemingen dreigen immers afgestraft te worden indien blijkt dat ze té optimistische winstvoorspellingen rapporteerden. Dit type winststuringsgedrag is daarenboven meer uitgesproken indien de verwachte kosten van het niet bereiken van de doelstellingen (waaronder bijvoorbeeld de kosten van gerechtelijke vervolging door de beleggers) hoger zijn.

We vermelden nog dat DeGeorge e.a. (1999) rapporteren dat er een zekere hiërarchie bestaat tussen de 'targets' die de ondernemingen wensen te bereiken. Zo zouden ondernemingen er eerst voor zorgen dat ze geen verliezen moeten rapporteren, vervolgens dat ze een stijging in het winstcijfer kunnen rapporteren, en ten derde dat ze aan de winstverwachtingen (van analisten of andere stakeholders) kunnen voldoen.

Winstegalisatie

Van Praag (2001) toont aan dat Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen hun resultaat sturen om schommelingen in het gerapporteerde winstcijfer te vermijden, dus om hun winst te egaliseren. Verschillende buitenlandse studies (zie bijvoorbeeld Eckel, 1981; DeFond en Park, 1997; Young, 1998) vinden gelijkaardige resultaten. Motieven voor winstegalisatie zijn onder andere het realiseren van een constante dividend pay out ratio, het vermijden van de inmening van aandeelhouders of het verhogen van de waarde relevantie van het winstcijfer (dat is het versterken van de relatie tussen het winstcijfer en de

marktwaarde van de onderneming). In landen waar geen scheiding bestaat tussen bedrijfseconomische rapportering en rapportering voor fiscale doeleinden zijn ondernemingen ook geneigd hun winst te egaliseren om hun belastingen te miniseren.

Effect van een beursnotering

Penno en Simon (1986), Cloyd e.a. (1996) en Vander Bauwhede, Willekens en Gaeremynck (2003) vergeleken het resultaatsturingsgedrag van beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde ondernemingen en vonden dat een beursnotering op zich al het resultaatsturingsgedrag van ondernemingen kan beïnvloeden. Beursgenoteerde ondernemingen kiezen systematisch accountingmethoden die tot een hoger winstcijfer leiden (Penno en Simon, 1986), hanteren minder vaak dezelfde verslaggevingsregels voor zowel bedrijfseconomische (commerciële) als fiscale rapportering (Cloyd e.a., 1996) en sturen hun resultaat minder naar beneden (Vander Bauwhede, Willekens en Gaeremynck, 2003).

Effect van handels- en leverancierskrediet

Voorgaande empirische resultaatsturingstudies onderzochten vooral het effect van de *publieke* aandelenmarkt op het resultaatsturingsgedrag van ondernemingen. Sercu, Vander Bauwhede en Willekens (2002) onderzochten daarentegen de invloed van andere vormen van financiering (namelijk financieel- en handelskrediet) op het resultaatsturingsgedrag van ondernemingen. Ze tonen aan dat ook deze andere vormen van financiering het resultaatsturingsgedrag van ondernemingen kan beïnvloeden. Ze vinden namelijk minder resultaatverlagende resultaatsturing in ondernemingen die in grotere mate beroep doen op financieel- en/of handelskrediet.

5.2 Slagen de ondernemingen in hun opzet?

Indien ondernemingen hun resultaat om een van voorgaande redenen sturen, dan is het ook interessant te onderzoeken of de ondernemingen in hun opzet slagen. Met andere woorden, kunnen ondernemingen die hun resultaat sturen daadwerkelijk hun aandelen tegen een hogere waarde verkopen en/of dalen in de beurskoersen vermijden? Indien ja, dan betekent dit dat beleggers resultaatsturing niet doorzien en benadeeld zouden kunnen zijn (althans, indien beleggers de mogelijkheid dat resultaatsturing voorkomt niet doorprijzen). Een bijkomende interessante vraag is wat de gevolgen zijn voor de onderneming indien de markt (haar pogingen tot) resultaatsturing doorziet.

EXTERNE VERSLAGGEVING

Vergoossen (1994) onderzocht in welke mate beleggingsanalisten gefixeerd zijn op de winst- en/of vermogenscijfers die door stelselwijzigingen zijn beïnvloed. Hij besluit dat beleggingsanalisten (en bijgevolg ook institutionele en particuliere beleggers) misleid kunnen zijn door onvoldoende informatie omtrent stelselwijzigingen, wat de efficiëntie van de kapitaalmarkt niet ten goede komt. In overeenstemming met deze resultaten vinden verschillende Angelsaksische studies dat ondernemingen er wel degelijk in slagen om, door middel van resultaatsturing, hun aandelenkoersen in de door hen gewenste richting te manipuleren en, als gevolg, meer geld ophalen bij aandelenemissies of bijkomende financiering bekomen tegen lagere kosten (zie bijvoorbeeld Rangan, 1998; Teoh e.a., 1998b; Friedlan, 1994; Dechow et al., 1996). Shivakumar (2000) vindt daarentegen dat beleggers resultaatsturing al doorzien op de dag dat een onderneming aankondigt aandelen naar de markt te zullen brengen.

Of ondernemingen die hun winst sturen *initieel* in hun opzet slagen, is dus niet duidelijk. Er is echter wél consensus dat de markt uiteindelijk (dus indien niet onmiddellijk, dan wel op langere termijn) voor winstmanagement zal corrigeren. Zo rapporteren Dechow e.a. (1996) dat resultaatsturing leidt tot een stijging in de vermogenskosten van de ondernemingen. Bovendien blijkt dat de slechte prestaties van ondernemingen in de jaren na een initial public offering of secondary equity offering verklaard kunnen worden door resultaatsturing rond het tijdstip van de initial public offering of secondary equity offering (Teoh e.a., 1998a en Teoh e.a., 1998b). Beleggers houden op dit tijdstip blijkbaar onvoldoende rekening met de mogelijkheid dat ondernemingen hun resultaten kunstmatig beïnvloed kunnen hebben. Wanneer ze dit op een later tijdstip wel doorzien, heeft dit een daling in de aandelenkoersen tot gevolg.

5.3 Opportunistische versus informatieve resultaatsturing

De meeste studies gaan ervan uit dat resultaatsturing opportunistisch is en het belang van de aandeelhouders en beleggers kan schaden. Sommige studies beweren daarentegen dat resultaatsturing ook voordelig kan zijn daar dit de economische waarde van het winstcijfer kan verhogen. De resultaten van Peek (2001, pp. 122-124) tonen bijvoorbeeld aan dat stelselwijzigingen van actuele waarde naar historische kosten en stelselwijzigingen van het ten laste brengen van het resultaat of eigen vermogen naar activering en afschrijving bij Nederlandse beursgenoteerde

ondernemingen resulteren in een hogere nauwkeurigheid van winstvoorspellingen in de jaren ná wijziging³. Bovendien verhogen de bovengenoemde stelselwijzigingen de superioriteit van beleggingsanalisten ten opzichte van mechanische voorspelmodellen. De resultaten van Peek (2001) bevestigen ook dat onverwachte *wijzigingen in voorzieningen* bij Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen informatie verschaffen (aan beleggers en beleggingsanalisten) over de winstverwachtingen van het management⁴. Van Praag (2001) rapporteert bovendien dat *buitengewone lasten* van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen significant méér informatie verschaffen boven de gerapporteerde winst. Hij vindt ook dat (totale) *accruals* van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen waarderelevantie toevoegen aan de operationele kasstromen. Van Praag vindt geen verschillen in de waarderelevantie van discretionaire en niet-discretionaire accruals. Subramanyam (1996), daarentegen, rapporteert dat de *Amerikaanse* markt ook waarde hecht aan de *discretionaire* accruals (resultaatsturing) die gebruikt worden voor winstegalisatie, daar ze het eenvoudiger maken om de (toekomstige) winstgevendheid en wijzigingen in de uitgekeerde dividenden te voorspellen.

6 Besluit

Net zoals de recente financiële rapporteringsschandalen (Enron, Worldcom) tonen de resultaten van empirische resultaatsturingssstudies aan dat ondernemingen tot winststuring kunnen overgaan omwille van hun relatie met de publieke aandelenmarkt. Zo blijkt dat er resultaatsturing voorkomt voor bepaalde transacties (zoals bijvoorbeeld initial public offerings, secondary equity offerings, overnames en dergelijke), of om bepaalde streefcijfers te bereiken. De onderzoeksresultaten zijn echter minder eenduidig over het feit of de markt resultaatsturing al dan niet onmiddellijk doorziet. De resultaten tonen daarentegen wél duidelijk aan dat de onderneming, vroeg of laat, voor haar resultaatsturingsgedrag afgestraft wordt. Verder blijkt dat resultaatsturing ook voordelen kan hebben. Winststuring kan helpen bij het voorspellen van de toekomstige winstgevendheid van ondernemingen. De gerapporteerde resultaten zijn interessant voor zowel ondernemingen, beleggers als beleidsmakers. Voor ondernemingen, omdat de resultaten hen erop wijzen voorzichtig om te springen met agressieve winststuringsstrategieën. Vroeg of laat zullen ze hier immers een prijs voor betalen. Voor beleggers, omdat de resultaten hen erop wijzen in welbepaalde gevallen extra voorzichtig te zijn met de door de ondernemin-

gen gerapporteerde winstcijfers. De winstcijfers kunnen immers in een bepaalde richting gestuurd zijn. Indien beleggers zich hiervan bewust zijn, kunnen ze hun gedrag hieraan aanpassen. Voor beleidsmakers, omdat de studies aantonen dat winststuring op korte termijn eventueel tot zekere onevenwichtigheden in het marktgebeuren kan leiden, maar ondernemingen uiteindelijk toch voor hun gedrag afgestraft zullen worden. Dit kan nuttige informatie zijn op het ogenblik dat men wil beslissen over maatregelen om eventuele onevenwichtigheden te vermijden. ■

Literatuur

- Aharony, J., C.-J. Lin en M.P. Loeb, (1993), Initial Public Offerings, Accounting Choices and Earnings Management, in: *Contemporary Accounting Research*, vol. 10, no. 1, pp. 61-81.
- Bartov, E., (1993), The Timing of Assets Sales and Earnings Manipulation, in: *The Accounting Review*, vol. 68, no. 4, pp. 840-855.
- Bowen, R.M., L. DuCharme en D. Shores, (1995), Stakeholders' implicit claims and accounting method choice, in: *Journal of Accounting and Economics*, vol. 20, no. 3, pp. 255-295.
- Burgstahler, D. en I. Dichev, (1997), Earnings Management to avoid earnings decreases and losses, in: *Journal of Accounting and Economics*, vol. 24, no. 1, pp. 99-126.
- Bushee, B.J., (1998), The influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behaviour, in: *The Accounting Review*, vol. 73, no. 3, pp. 305-333.
- Chen, K.C.W. en Hong-Qi Yuan, (2000), *Earnings Management and Capital Resource Allocation: Evidence from China's Accounting-based Regulation of Rights Issue*, working paper, Social Science Research Network, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=245067.
- Cloyd, B.C., J. Pratt en T. Stock, (1996), The Use of Financial Accounting Choice to Support Aggressive Tax Positions: Public versus Private Firms, in: *Journal of Accounting Research*, vol. 34, no. 1, pp. 23-43.
- Das, S. en H. Zhang, (2001), *Rounding-up in Reported EPS, Behavioral Thresholds, and Earnings Management*, working paper, Social Science Research Network, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=253727.
- DeAngelo, L., (1986), Accounting numbers as Market Valuation Substitutes: A Study of Management Buyouts of Public Stockholders, in: *The Accounting Review*, vol. 61, no. 3, pp. 400-420.
- DeAngelo, L., (1994), Accounting choice in troubled companies, in: *Journal of Accounting and Economics*, vol. 17, no. 1-2, pp. 113-143.
- Dechow, P.M., R.G. Sloan en A.P. Sweeney, (1995), Detecting Earnings Management, in: *The Accounting Review*, vol. 70, no. 2, pp. 193-225.
- Dechow, P., (1996), Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC, in: *Contemporary Accounting Research*, Vol. 13, no. 1, pp. 1-36.
- DeFond, M. en C.W. Park, (1997), Smoothing income in anticipation of future earnings, in: *Journal of Accounting and Economics*, vol. 23, no. 2, pp. 115-139.
- DeGeorge, F., J. Patell en R. Zeckhauser, (1999), Earnings management to exceed thresholds, in: *Journal of Business*, vol. 72, no. 1, pp. 1-33.
- Eckel, N., (1981), The income smoothing hypothesis revisited, in: *Abacus*, vol. 17, no. 1, pp. 28-40.
- Erickson, N. en Shiing-wu Wang, (1999), Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers, in: *Journal of Accounting and Economics*, vol. 27, no. 2, pp. 149-177.
- Friedlan J.M., (1994), Accounting Choices of Issuers of Initial Public Offerings, in: *Contemporary Accounting Research*, vol. 11, no. 1, pp. 1-31.
- Gore, P., P. Pope en A. Singh, (2002), *Earnings management and the distribution of earnings relative to targets: UK evidence*, working paper, Lancaster University, <http://www.lums2.lancs.ac.uk/ACFIN/Papers/WkPapers/2002-014/pdf>.
- Healy, P.M., (1985), The Effect of bonus schemes on accounting decisions, in: *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, no. 1-3, pp. 85-107.
- Healy, P.M. en J.M. Wahlen, (1999), A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting, in: *Accounting Horizons*, vol. 13, no. 4, pp. 355-383.
- Hoeven, R.L. ter, (1997), *Reorganisatie en jaarrekening*, Proefschrift Erasmus Universiteit Rotterdam, Delwel Uitgeverij, Den Haag.
- Hoeven, R.L. ter, (1998), Reorganisatie en jaarrekening(beleid), in: *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jg. 72, no. 10, oktober, pp. 505-519.
- Hoogendoorn, M.N., (1987), De verwerking in de jaarrekening van effecten van stelselwijzigingen, in: *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jg. 61, no. 6, juni, pp. 232-249.
- Hoogendoorn, M.N., (1990), *Stelselwijzigingen in de jaarrekening*, Wolters-Noordhoff.
- Hoogendoorn, M.N., (1991), Theorie en praktijk van stelselwijzigingen in de jaarrekening, in: *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jg. 65, no. 3, maart, pp. 67-76.
- Hoogendoorn, M.N. en E. Peek, (2000), Stelselwijzigingen, in: J. Dijkma en J.A.G.M. Koevoets (redactie), *Het jaar 1999 verslagen. Onderzoek jaarverslaggeving Nederlandse ondernemingen*, Kluwer / Koninklijk NIVRA, Deventer, hoofdstuk 6, pp. 134-150.
- Hoogendoorn, M.N., (2001), Beleidsaspecten inzake de jaarrekening, in: M.N. Hoogendoorn, J. Klaassen en F. Krens (redactie), *Externe verslaggeving in theorie en praktijk*, Elsevier bedrijfsinformatie bv, 's-Gravenhage, hoofdstuk 9, pp. 270-293.
- Hoogendoorn, M.N. en G.M.H. Mertens, (2001), Kwaliteit van financiële verslaggeving in Nederland, in: *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jg. 75, no. 10, oktober, pp. 406-430.
- Jiambalvo, J.J., S. Rajgopal en M. Venkatachalam, (2002), Institutional Ownership and the Extent to which Stock Prices Reflect Future Earnings, in: *Contemporary Accounting Research*, vol. 19, no. 1, pp. 117-146.
- Jones, J., (1991), Earnings Management During Import Relief Investigations, in: *Journal of Accounting Research*, vol. 29, no. 1-2, 193-228.
- Kasznik, R., (1999), On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management, in: *Journal of Accounting Research*, vol. 37, no. 1, pp. 57-81.
- Kinnunen, J. en M. Koskela, (2001), *Who Is Miss World in Cosmetic Earnings Management? – An International Comparison of Firms' Tendency to Small Upward Rounding of Net Income Numbers among 18 Countries*, working paper, Social Science Research Network, <http://papers.ssrn.com/>

EXTERNE VERSLAGGEVING

- sol3/papers.cfm?abstract_id=292806.
- Levitt, A. (1998), *The 'Numbers Game', Remarks by Chairman Arthur Levitt, Securities and Exchange Commission*, September 28, 1998. Full text: <http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch220.txt>.
- Mertens, G.M.H., (1997), *The impact of changes in financial reporting regulation on financial accounting method choice*, proefschrift, Universiteit Maastricht, 1997.
- Overboom, C.P.M. en R.G.A. Vergoossen, (1997), Voorzieningen en jaarrekeningbeleid, in: *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jg. 71, no. 6, september, pp. 405-416.
- Payne, J.L. en S.W.G. Robb, (2000), Earnings Management: The Effect of Ex Ante Earnings Expectations, in: *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 15, no.4, pp. 371-399.
- Peek, E., (2001), *Discretion in Financial Reporting and Properties of Analysts' Earnings Forecasts*, proefschrift Vrije Universiteit Amsterdam, Tinbergen Institute, Research Series no. 252.
- Penno, M. en D.T. Simon, (1986), Accounting Choices: public versus private firms, in: *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 13, no. 4, pp. 561-569.
- Praag, B. van, (2001), *Earnings Management. Empirical Evidence on Value Relevance and Income Smoothing*, proefschrift Universiteit van Amsterdam, Tinbergen Institute, Research Series no. 251.
- Rangan, S., (1998), Earnings Management and the Performance of Seasoned Equity Offerings, in: *Journal of Financial Economics*, vol. 50, no. 1, pp. 101-122.
- Rooijen, J. van, (2002), *Flexibility in Financial Accounting. Income Strategies and Earnings Management in the Netherlands*, proefschrift Universiteit van Amsterdam, Tinbergen Institute, Research Series no. 272.
- Sercu, P., H. Vander Bauwhede en M. Willekens, (2002), *Earnings Quality in Privately Held Firms: The Roles of External Auditors, Stakeholders and Governance Mechanisms*, Research Report No. 0235, Catholic University of Leuven.
- Shivakumar, L., (2000), Do Firms Mislead Investors by Overstating Earnings before Seasoned equity offerings?, in: *Journal of Accounting and Economics*, vol. 29, no. 3, pp. 339-371.
- Subramanyam, K.R., (1996), The pricing of discretionary accruals, in: *Journal of Accounting and Economics*, vol. 22, no. 1-3, pp. 249-281.
- Teoh, S. H., I. Welch en T.J. Wong, (1998a), Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings, in: *Journal of Finance*, vol. 55, no. 6, pp. 1935-1975.
- Teoh, S.H., I. Welch en T.J. Wong, (1998b), Earnings Management and the Post-Issue Underperformance in Seasoned Equity Offerings, in: *Journal of Financial Economics*, vol. 50, no. 1, pp. 63-100.
- Thomas, J.K., (1989), Unusual Patterns in Reported Earnings, in: *The Accounting Review*, vol. 64, no. 4, pp. 773-787.
- Vander Bauwhede, H., M. Willekens en A. Gaeremynck, (2003), Audit Firm Size, Public Ownership and Firms' Discretionary Accruals Management, Forthcoming in: *The International Journal of Accounting*, vol. 38, no. 1, pp. 1-23.
- Vergoossen, R.G.A., (1994), *Accounting Changes and the Use of Financial Statements. A study among investment analysts*, proefschrift Vrije Universiteit te Amsterdam, Uitgeverij All In/Verhagen, Naarden.
- Young, S., (1998), The determinants of managerial accounting policy

choice: further evidence for the UK, in: *Accounting and Business Research*, vol. 28, no. 2, pp. 131-143.

Noten

- 1 Voor een raamwerk inzake jaarrekeningbeleid en resultaatsturing verwijs ik naar Hoogendoorn (2001) en Van Rooijen (2002).
- 2 Dit zijn onder andere de afschrijvingen, voorzieningen en wijzigingen in het (niet-kas) werkkapitaal van de onderneming.
- 3 De effecten van stelselwijzigingen op de nauwkeurigheid van winstvoorspellingen zijn echter niet altijd positief. Zo rapporteert Peek (2001) ook dat stelselwijzigingen die een materiële invloed hebben op het resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening niet resulteren in hogere voorspelfouten (voorspelfout is 'de absolute waarde van het verschil tussen de winstvoorspelling en de gerealiseerde winst' (Peek 2001, p. 122)) van beleggingsanalisten. Stelselwijzigingen die géén materiële invloed hebben op het resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening, maar wél een materiële invloed hebben op de nettowinst of het eigen vermogen, hebben daarentegen een *negatief* effect op de nauwkeurigheid van winstvoorspellingen.
- 4 Peek (2001) vindt daarenboven ook dat onverwachte wijzigingen in voorzieningen van structuurvennootschappen minder informatief zijn dan die van niet-structuurvennootschappen, daar de invloed van de raad van Commissarissen op het management (en hun resultaatsturingsbeslissingen) binnen structuurvennootschappen sterker is dan binnen niet-structuurvennootschappen.