

Economische waarde van gekochte goodwill

Drs. C.D. Knoops

Huijgen, Carel A.
Valuation of purchased goodwill. Economic and accounting approaches,
 Proefschrift, Rijksuniversiteit Groningen,
 18 april 1996; Labyrint Publication,
 Capelle a/d IJssel, 1996, 165 pp.,
 ISBN 90-72591-33-X

Marktgeoriënteerd verslaggevingsonderzoek (market-based accounting research) staat in Nederland nog in de kinderschoenen. Het proefschrift van Huijgen is daarom een welkome aanvulling op bestaande literatuur. Ik heb grote waardering voor de grondige wijze waarop de auteur dit onderzoek heeft aangepakt.

Elders in dit nummer van het MAB geeft Huijgen een samenvatting van zijn proefschrift. Daarom zal ik in deze bespreking volstaan met een aantal kanttekeningen. In het eerste deel geef ik een beschrijving van de door de auteur gehanteerde vorm van onderzoek, in casu marktgeoriënteerd verslaggevingsonderzoek (market-based accounting research). In het tweede deel plaats ik enkele vraagtekens bij de essentiële vraag die aan het proefschrift ten grondslag ligt: is het mogelijk om op basis van koersgegevens een uitspraak te doen over de juistheid of wenselijkheid van een bepaalde verslaggevingsmethode? De conclusies van Huijgen ten aanzien van de verwerkingswijze van goodwill zijn zeer voorzichtig en omgeven door een aantal veronderstellingen. Toch komt uit het proefschrift naar voren dat, gegeven deze veronderstellingen, gekochte goodwill geactiveerd dient te worden en over een lange gebruiksduur dient te worden afgeschreven vanwege de 'waarderelevantie' voor de belegger. Huijgen concludeert dat de uitkomsten van zijn onderzoek aantonen dat de huidige praktijk (afboeken ten

laste van het eigen vermogen) 'op gespannen voet staat met de wettelijke eis in artikel 362 dat de balans getrouw, duidelijk en stelselmatig de grootte van het vermogen weergeeft'.

De vraag die ik hier aan de orde wil stellen is niet of dit inderdaad het geval is, maar veeleer of deze conclusie getrokken kan worden op grond van empirisch verslaggevingsonderzoek, meer in het bijzonder de onderzoeksresultaten van Huijgen. Tevens worden kanttekeningen geplaatst bij de wijze waarop Huijgen gebruik heeft gemaakt van gegevens.

De marktgeoriënteerde analysetechniek

Bij marktgeoriënteerd verslaggevingsonderzoek wordt het collectieve gedrag, op een geaggregeerd niveau, van aandeelhouders op de kapitaalmarkt onderzocht. Marktgeoriënteerd verslaggevingsonderzoek bestudeert de reactie van de kapitaalmarkt (de prijzen en volumina van verhandelde effecten) op het beschikbaar komen van accountinginformatie (bijvoorbeeld een winstaankondiging, een overnamebod, aankondiging van een nieuwe vinding). Aan de hand van marktreacties wordt de relevantie, meestal aangeduid met de informatiewaarde, van de verstrekte accountinginformatie en van de gehanteerde procedures bij het verstrekken van deze informatie beoordeeld. Wijzigingen in aandelenprijzen die verband

Drs. C.D. Knoops is als universitair docent verbonden aan de vakgroep Kosten- en Winstbepalingsvraagstukken van de Economische Faculteit van de Erasmus Universiteit te Rotterdam. Hij is lid van de gebruikersdelegatie van de Raad voor de Jaarverslaggeving en redacteur en samensteller van Kosten & Winst Abstracts.

houden met de bekendmaking van verslaggevingscijfers, duiden dan ook op de relevantie van dergelijke cijfers (proefschrift, p. 158). In de meeste studies wordt gepoogd een verband te leggen tussen publiekelijk beschikbare accountinginformatie en het effect hiervan op de rendementen van aandelen (of andere effecten). Op grond van de analyses van marktgeoriënteerd verslaggevingsonderzoek wordt wel een fundamentele herziening van de financiële verslaggeving bepleit.

Binnen het marktgeoriënteerde verslaggevingsonderzoek wordt veelal een informatieperspectief en een waardeperspectief onderscheiden. Bij het informatieperspectief gaat het dan voornamelijk om het hiervoor genoemde onderzoek naar de invloed van accountinginformatie op koersen (met name door middel van event studies). Na vele jaren waarin het informatieperspectief domineerde, heeft een deel van het onderzoek zich gericht op waardering. Ohlson (1995) ontwikkelt en analyseert een model voor het bepalen van de marktwaarde van de onderneming, waarin deze marktwaarde volledig wordt afgeleid uit verslaggevingsgegevens en wordt weergegeven op basis van (contant gemaakte) winsten, boekwaarden van het eigen vermogen en dividenden (in plaats van op basis van contant gemaakte cash flows). Uitgaande van een aantal veronderstellingen wordt een eenvoudig model afgeleid, waarbij de marktwaarde van de onderneming wordt uitgedrukt als een gewogen gemiddelde van de boekwaarde van het eigen vermogen en winst. Dit model wordt door Huijgen weergegeven (pp. 12-15 en in de appendix pp. 35-41). Er worden drie relaties in het model afgeleid: tussen koersen en toekomstige dividenden, tussen toekomstige dividenden en toekomstige winsten, en tussen toekomstige winsten en werkelijke winsten. Huijgen beschrijft dat het model uitgaat van twee belangrijke veronderstellingen: a) dat de koers gelijk is aan de contante waarde van de toekomstige dividenden (een gebruikelijke veronderstelling in de financieringstheorie); en b) dat alle vermogensmutaties (afgezien van stortingen en onttrekkingen) verlopen via de winst- en verliesrekening (de zogenoemde 'clean surplus'-relatie, die in de verslaggeving meestal wordt aangeduid met de term 'all-inclusive concept of income'). Ohlson (1995) en Feltham en Ohlson (1995) geven aan dat de zogenoemde 'clean surplus relatie' kan worden gebruikt voor voorspellingen over de relatie tussen koersen, boekwaarden en winsten.

De hernieuwde belangstelling voor 'waardering' is een belangrijke nieuwe richting in het onderzoek. De marktgeoriënteerde analysetechniek, met name de waarderingsanalyse, kan volgens Huijgen ook worden toegepast op andere onderwerpen, zoals de verwerking van onderzoek- en ontwikkelingskosten, van merken en van financiële instrumenten. Ten aanzien van merken stelt Huijgen in een artikel in het MAB van september 1996 dat 'verschillende buitenlandse studies hebben aangetoond dat de vermogensmarkt wel degelijk in staat is om waarde toe te kennen aan merknamen ongeacht of zij door de onderneming worden geactiveerd' (p. 442).

Sommige auteurs zijn inderdaad van mening dat op grond van het al dan niet aanwezig zijn van incrementele informatiewaarde conclusies kunnen worden getrokken over de wenselijkheid van bepaalde gegevens of de wenselijkheid van een bepaalde verwerkings- of waarderingswijze van posten in de jaarrekening. In talrijke artikelen wordt de waarderelevantie aangetoond van bijvoorbeeld uitgaven voor onderzoek en ontwikkeling, merken, milieuverplichtingen en zelfs human resources. Hierbij plaats ik enkele kanttekeningen.

Enkele kritische kanttekeningen

Ik plaats enkele kanttekeningen bij marktgericht verslaggevingsonderzoek en bij de beleidsimplicaties van marktgeoriënteerd verslaggevingsonderzoek en bij het onderzoek van Huijgen.

Algemene opmerkingen bij marktgericht verslaggevingsonderzoek en beleidsimplicaties

a Het zou ideaal zijn als de informatiewaarde (het nut) van additionele verslaggevingsgegevens zou kunnen worden gemeten met een objectieve maatstaf: de verandering van aandelenkoersen. Epstein en Pava (1993) geven de beperking hiervan als volgt aan. Het nut van informatie voor beleggers impliceert dat nut gelijkgesteld wordt aan het feitelijk gebruik dat van de informatie wordt gemaakt: als individuen handelen alsof zij gebruikmaken van bepaalde informatie, dan wordt deze informatie als nuttig bestempeld. Dit komt voort uit de informatietheorie. Een boodschap bevat informatie indien de boodschap een wijziging veroorzaakt in de waarschijnlijkheidsverde-

ling betreffende een bepaalde variabele. Een verandering van de waarschijnlijkheidsverdeling (van de overtuiging) lokt een handeling uit, bijvoorbeeld het kopen of verkopen van een bepaalde hoeveelheid aandelen tegen een bepaalde koers op een bepaald tijdstip. De collectieve handelingen van de beleggers bepalen de koers. Als een bepaalde koersreactie kan worden toegeschreven aan bepaalde informatie, dan is deze informatie nuttig. De koers wordt echter ook door andere factoren bepaald, zodat hiervoor gecorrigeerd moet worden. Er blijkt ten aanzien van winsten slechts sprake te zijn van een beperkte waarderelevantie.

Als koerswijzigingen bewijs leveren voor de informatiewaarde van winsten, dan hebben grotere koerswijzigingen blijkbaar een grotere informatiewaarde dan kleine koerswijzigingen. Indien geen koerswijzigingen optreden is de informatiewaarde blijkbaar nihil (afgezien van informatiewaarde die ontstaat als gevolg van verandering in de variabiliteit van de koersen of verandering van het verhandelde volume). Er wordt een causaliteit verondersteld van de accountinginformatie als oorzaak naar de koersresultaten als gevolg. Ligt deze relatie zo eenvoudig? Het is mogelijk dat het management zich in haar jaarrekeningbeleid laat leiden door de verwachte reactie van beleggers.

McCloskey en Ziliak (1996) toetsen de 'alarmerende hypothese' dat statistische significantie in de economie vaak gelijkgesteld wordt aan economische significantie. Hetzelfde geldt waarschijnlijk voor accounting, en met name voor het marktgeoriënteerde verslaggevingsonderzoek. Statistische toetsen zijn slechts een hulpmiddel. Voor het afleiden van beleidsimplicaties dient eerst het belang van alle mogelijke fouten te worden vastgesteld, en dat belang is afhankelijk van het specifieke onderzoeksdoel.

b De waarderelevantie van verslaggevingsinformatie wordt alleen afgeleid uit de invloed van de informatie op aandelenkoersen of -rendementen. Waarderelevantie is echter niet alleen van belang voor (potentiële) beleggers. Het conceptueel framework van het International Accounting Standards Committee (overgenomen door de Raad voor de Jaarverslaggeving als Stramien) onderscheidt meerdere gebruikersgroepen en hun informatiebehoeften (naast beleggers ook: werknemers, vreemd-vermogenverschaffers, leveranciers, klanten en het publiek). Daarom is het conceptueel niet juist waarderelevantie alleen af te meten aan

de reactie van de kapitaalmarkt op deze informatie. Huijgen wijst hier overigens ook op in zijn proefschrift.

Specifieke opmerkingen ten aanzien van het proefschrift van Huijgen

a Het feit dat de vermogensmarkt waarde toekent aan 'iets' (goodwill, merken, human resources, enz.) wil nog niet zeggen dat dan ook activering op de balans dient plaats te vinden. Onder het accounting concept of profit, en met name in conceptual frameworks, worden meerdere verwerkingscriteria gesteld, waarvan de belangrijkste is dat de kostprijs of waarde van het actief betrouwbaar moet kunnen worden gemeten. Dat gekochte goodwill waarde heeft is (intuïtief) duidelijk, maar betekent dat ook dat activering dient plaats te vinden? Huijgen gaat niet in op de verwerkingscriteria die in accountingmodellen naar voren komen.

b Ook merken, octrooien, het personeel, de toegepaste procedures, de werksfeer, het corporate image, de nieuwe directie, enzovoorts, zijn waardevol voor de onderneming. Moeten deze ook worden gewaardeerd en op de balans worden opgenomen? Deze 'activa' werken samen en het afzonderlijk opnemen van deze 'activa' op de 'balans' zou tot onoverkomelijke toerekeningsproblemen leiden. Toerekening is ook niet zinvol. Als men de 'marktwaarde' van de onderneming wenst te bepalen, gaat het vooral om de waardering van de creditzijde van de balans op marktwaarde, waarna per saldo de 'goodwill', afhankelijk van de gekozen waardering van de activa, als restpost overblijft. Het lijkt mij bijzonder nuttig dat de onderneming verantwoording aflegt over de verandering van de marktwaarde van de onderneming. Dit past echter niet in het huidige 'accounting' verslaggevingsmodel en zou als een afzonderlijk overzicht in de jaarstukken opgenomen kunnen worden.

c Huijgen hanteert onder meer het waarderingsmodel van Ohlson. Er worden veronderstellingen gemaakt over de relaties en de causaliteit tussen dividenden, winsten en boekwaarden van het eigen vermogen. Op grond van deze relaties wordt de marktwaarde van de onderneming in het model volledig uitgedrukt in verslaggevingsvariabelen. Andere veronderstellingen leiden ook tot

andere vergelijkingen. Mijns inziens is meer onderzoek noodzakelijk naar de geldigheid van de veronderstellingen (voor een aanzet hiertoe: zie Bar-Yossef et al, 1996). Huijgen gaat hier in zijn proefschrift niet op in.

d Een belangrijke veronderstelling in het door Huijgen toegepaste model van Ohlson betreft de zogenoemde 'clean surplus'-relatie. Huijgen stelt terecht dat de verwerking van gekochte goodwill ten laste van het eigen vermogen een verstoring is van de 'clean surplus'-relatie. Hij corrigeert hiervoor in zijn onderzoek. In een voetnoot (p. 75) stelt hij dat er ook andere rechtstreekse vermogensmutaties kunnen zijn, zoals herwaarderingen en koersverschillen, maar dat de verwerking van gekochte goodwill via het eigen vermogen de belangrijkste verstoring is. Mijns inziens stapt Huijgen hier te gemakkelijk overheen. In Nederland wordt weliswaar het 'all inclusive income statement'-concept aangehangen, maar er zijn belangrijke uitzonderingen. Posten die rechtstreeks via het eigen vermogen kunnen worden verwerkt zijn naast goodwill: herwaarderingen, koersverschillen op vreemde valuta, het cumulatieve effect van stelselwijzigingen, herstel van fundamentele fouten en enkele andere rechtstreekse vermogensmutaties met een incidenteel of uitzonderlijk karakter. Het kan hier gaan om relatief grote bedragen en het is de vraag of hierdoor geen verstoringen kunnen optreden. Huijgen had mijns inziens moeten toetsen in hoeverre dit consequenties heeft voor de resultaten van zijn onderzoek.

e De cijfers uit de onderzochte jaarrekeningen zijn gebaseerd op databases en op direct onderzoek van de jaarrekeningen van de betrokken ondernemingen (zie p. 40 e.v.). Hierbij worden de gerapporteerde cijfers 'rücksichtslos' overgenomen, ongeacht eventuele stelselwijzigingen. Dit blijkt bijvoorbeeld uit appendix A4.2, waarin een voorbeeld van de gebruikte gegevens voor Philips Electronics wordt gepresenteerd. Deze onderneming wijzigde in 1991 de waarderingsgrondslagen: van actuele waarde naar historische kosten. De gegevens over de jaren voorafgaand aan 1991 zijn gebaseerd op actuele waarde. Voor de vergelijkbaarheid zijn in het meerjarenoverzicht (Philips jaarverslag, 1993, pp. 72, 73) de cijfers van 1991 herrekend op basis van de gewijzigde grondslagen. De cijfers in het overzicht van

Huijgen van gerapporteerde boekwaarde van het eigen vermogen, gerapporteerde boekwaarde van het vreemd vermogen, en netto-resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening, zijn voor de jaren 1989 t/m 1991 gebaseerd op actuele waarden en voor de jaren 1992 en 1993 op basis van historische kosten. Beschouwing van de herrekening voor het jaar 1991 in het genoemde meerjarenoverzicht leert dat de verschillen aanzienlijk zijn. Huijgen maakt hiervan nergens melding en lijkt ervan uit te gaan dat toegepaste waarderingsgrondslagen niet relevant zijn voor de toepassing van het model.

Dit is (vanuit de optiek van het marktgerichte verslaggevingsonderzoek) waarschijnlijk juist, omdat gezocht wordt naar de waarderelevantie van de *gerapporteerde* goodwill-cijfers. Ik kan mij dan voorstellen dat gerapporteerde cijfers informatiewaarde kunnen hebben, omdat zij van invloed zijn op de prijs, de variabiliteit of het handelsvolume van het aandeel. Maar betekent dit ook dat de relatie omgekeerd mag worden? Laat ik de redenering van Huijgen eens volgen. De auteur toont door middel van de waarderingsanalyse aan 'dat gecumuleerde goodwill in elk van de door hem getoetste jaren significant bijdraagt aan de verklaring van verschillen tussen marktwaarden tussen ondernemingen (...) De overige twee variabelen, het gerapporteerde eigen vermogen en de winst, zijn eveneens significant' (proefschrift, pp. 163, 164).

Huijgen constateert dat 'door beleggers meer waarde wordt toegekend aan een gulden gecumuleerde goodwill dan aan een gulden gerapporteerd eigen vermogen'. Hierbij heb ik twee essentiële vragen: 1) Mag uit de informatiewaarde van gerapporteerde cijfers, *omgekeerd*, geredeneerd worden dat beleggers dan blijkbaar de voorkeur geven aan een bepaalde wijze van verwerking van betaalde goodwill, in casu activeren, en kan dan (zij het voorzichtig, p. 164) een uitspraak worden gedaan over de door beleggers gepercipieerde afschrijvingsperiode van goodwill (die volgens Huijgen zo rond de 40 jaar zou bedragen)? 2) Maakt het dan helemaal niets uit of deze gerapporteerde cijfers zijn gebaseerd op geheel verschillende waarderingsgrondslagen, zoals bijvoorbeeld bij Philips op basis van historische kostprijs of op basis van actuele waarde?

Huijgen zou het liefst twee steekproeven van ondernemingen hebben gehad – ondernemingen die gekochte goodwill activeren en afschrijven en

ondernemingen die gekochte goodwill direct ten laste van het eigen vermogen brengen – om te toetsen of de percepties van beleggers zouden verschillen tussen deze twee steekproeven. (Dit was niet mogelijk omdat er te weinig ondernemingen waren die gekochte goodwill activeerden gedurende de onderzochte periode). Zelfs als deze ideale situatie zich wel zou voordoen, blijf ik nog met bovenstaande twee vragen zitten.

Eén van de veronderstellingen die waarschijnlijk aan de conclusies van Huijgen ten grondslag ligt is dat de onderneming streeft naar maximalisatie van de marktwaarde voor huidige aandeelhouders. Maar dan nog is de genoemde *omkering* niet zonder meer mogelijk, omdat de koers, de variabiliteit en het handelsvolume door veel meer factoren worden bepaald dan alleen de accountingvariabelen uit het model.

f Ten aanzien van de verwerking van goodwill voerde Philips twee keer een stelselwijziging door: van 1981 t/m 1983 werd gekochte goodwill geactiveerd en afgeschreven in maximaal vijf jaar; van 1984 t/m 1991 werd gekochte goodwill ten laste van het eigen vermogen gebracht; en van 1992 t/m 1993 werd gekochte goodwill geactiveerd en afgeschreven over de economische levensduur met een maximum van 40 jaar. De berekening van de geaccumuleerde goodwill en van de afschrijving op goodwill door Huijgen gaat uit van afschrijvingstermijnen van 10 en 20 jaar. Deze herleiding is mijns inziens alleen toegestaan als de inhoud van het vermelde bedrag aan gekochte goodwill gelijk is of indien aanpassingen worden doorgevoerd. Het bevreemdt dan dat, blijkens de laatste kolom van tabel A4.2, voor Philips geen aanpassingen hebben plaatsgevonden als gevolg van deze stelselwijzigingen.

g De inhoud van het in het financiële verslag van een onderneming vermelde bedrag aan gekochte goodwill is volgtijdig (verschillende jaren bij één onderneming) en gelijktijdig (verschillende bedragen bij ondernemingen in één jaar) verschillend. De verschillen hebben betrekking op: al dan niet rekening houden met negatieve goodwill, al dan niet rekening houden met ontvangen goodwill bij afstotingen, de inhoud die wordt gegeven aan de twee samenstellende onderdelen van gekochte goodwill (inhoud van het begrip verkrijgingsprijs, inhoud van het begrip netto-vermogenswaarde op het moment van verwerving, bepaling van het

moment van verwerving), al dan niet rekening houden met omrekeningsverschillen. Nadere bestudering van de cijfers in appendix A4.2 doet op zijn minst vermoeden dat de inhoud van het begrip goodwill bij Philips in de loop van de jaren verandert. Als conclusies getrokken worden over goodwill, dan dient het begrip in ieder geval – in de loop van de tijd en in vergelijking met andere ondernemingen – op eenduidige wijze te worden geïnterpreteerd en te worden berekend. Aan deze voorwaarde is mijns inziens in het proefschrift van Huijgen niet voldaan, als ik afga op de wijze waarop de gegevens zijn gepresenteerd voor Philips Electronics.

Conclusie

Concluderend moet ik stellen dat ik niet geloof in de mogelijkheid om op basis van koersgegevens een uitspraak te doen over de juistheid of wenselijkheid van een bepaalde verslaggevingsmethode. Op grond van markt-georiënteerd verslaggevingsonderzoek kunnen, onder bepaalde veronderstellingen, wel conclusies worden getrokken over de informatiewaarde van bepaalde gegevens, in de zeer specifieke betekenis dat het al dan niet verstrekken van deze gegevens invloed heeft op de aandelenkoersen. Terug redeneren naar de wenselijkheid van een bepaalde verslaggevingsmethode op grond van de informatiewaarde van de verslaggevingsmethode is veel moeilijker. Er treedt ruis op in de informatieverstrekking door stelselwijzigingen en niet door de vaststaande inhoud van begrippen. Blijkbaar wordt dan (impliciet) als doelstelling gehanteerd maximalisatie van de marktwaarde voor aandeelhouders. Het lijkt mij noodzakelijk nader onderzoek te verrichten naar de invloed van accountingvariabelen op aandelenkoersen, de onderliggende relaties in het model en de onderliggende veronderstellingen.

Huijgen heeft een belangrijke aanzet gegeven voor de toepassing van onder andere het model van Ohlson op Nederlandse accountinggegevens. Dit is op zichzelf al een grote verdienste van zijn onderzoek. Ik behoor echter tot de sceptici ten aanzien van het marktgerichte verslaggevingsonderzoek. Hoewel ik, om meer op 'accounting' betrekking hebbende redenen, wel voorstander ben van het activeren en afschrijven van gekochte goodwill, heeft het onderzoek van Huijgen mij niet overtuigd dat dit de enig juiste methode is op grond van de 'waarderelevantie' voor de belegger.

LITERATUUR

- Bar-Yosef, Sasson, Callen, Jeffrey L., Livnat, Joshua, (1996), Modeling dividends, earnings, and book value equity: an empirical investigation of the Ohlson valuation dynamics, in: *Review of Accounting Studies*, 1/3, pp. 207-224.
- Feltham, Gerald A., Ohlson, James A., (1995), Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities, in: *Contemporary Accounting Research*, 11/2, spring, pp. 689-731.
- Epstein, Marc. J. and Pava, Moses L. (1993), *The shareholder's use of corporate annual reports* (JAI Press), Greenwich, CN, London.
- McCloskey, Deirdre N., Ziliak, Stephen T., (1996), The standard error of regressions, in: *Journal of Economic Literature*, 34, maart, pp. 97-114.
- Ohlson, James A., (1995), Earnings, book value, and dividends in equity valuation, in: *Contemporary Accounting Research*, 11/2, spring, pp. 661-687.