

Helderheid van taalgebruik in financiële verslaggeving, waardering en leesgemak.

Een nader onderzoek

Ferdy van Beest, Hiels Beugelink en Joyce Cerdijn

SAMENVATTING De Securities and Exchange Commission (SEC) heeft in 1998 regels opgesteld om de leesbaarheid van publicaties te vergroten, de zogeheten 'plain English rule'. Rennekamp (2012) toont echter aan dat door de goede leesbaarheid van jaarverslagen er sprake kan zijn van een overreactie bij de te nemen bedrijfswaarderingen, met name bij niet-professionele beleggers. Door een replica uit te voeren van het onderzoek van Rennekamp, bij experts op het gebied van externe verslaggeving, tonen wij aan dat er geen sprake is van overreactie en dat de 'plain English rule' slechts het verwerkingsgemak van de jaarrekening vergroot.

RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK Dit artikel toont aan dat de 'plain English rule' van de SEC een positieve bijdrage levert aan het verwerkingsgemak van de jaarrekening, zonder dat het de hoogte van bedrijfswaarderingen beïnvloedt, en daarmee een Pareto-verbetering is. De International Accounting Standards Board (IASB) en de Autoriteit Financiële Markten (AFM) kunnen deze uitkomsten gebruiken om aan beursgenoteerde ondernemingen te suggereren dit leesgemak door te voeren, zodat beleggers meer verwerkingsgemak ervaren bij het nemen van economische beslissingen.

1 Inleiding

In de Verenigde Staten is door de Securities and Exchange Commission (hierna: SEC) op 1 oktober 1998 de SEC's plain English rule (421(d)) ingevoerd. Deze regel geldt voor alle beursgenoteerde ondernemingen. Ondernemingen die effecten willen uitbrengen, zijn wettelijk verplicht om een prospectus te schrijven. In het prospectus dient de onderneming onder andere informatie op te nemen met betrekking tot de organisatiestructuur, financiële positie en de risico's van de belegging. De ingevoerde regel van de SEC eist dat ondernemingen deze prospectus in 'plain English' schrijven. Plain English is een uitdrukking waarmee

een stijl van schrijven en de presentatie van teksten wordt bedoeld, waarbij met korte zinnen, actieve vormen en alledaagse taal de leesbaarheid van publicaties wordt vergroot.

Uit eerder onderzoek blijkt dat taalkundige keuzes en opmaak invloed kunnen hebben op beleggersbeslissingen. De Groot (2008, specifiek hoofdstuk 9) onderzoekt of de kwaliteit van Britse, dan wel Nederlands-Engelse jaarrekeningen als beter worden beschouwd. In haar onderzoek kijkt De Groot onder andere naar de vraag of managementvoorwaarden geschreven door native Britse mensen als begrijpelijker wordt gepercipieerd dan een door Nederlanders in het Engels opgesteld voorwoord. Als reactie op de ingevoerde regels door de SEC zijn er diverse onderzoeken verricht naar de leesbaarheid van publicaties en de effecten op het gedrag van niet-professionele beleggers (Rennekamp, 2012; Miller, 2010; You & Zhang, 2009; Li, 2008). Rennekamp (2012) toont aan dat beter leesbare publicaties leiden tot een verhoogde bedrijfswaardering van de entiteit door een niet-professionele belegger in geval van 'goed' nieuws en tot een (extra) verlaagde waardering in geval van 'slecht' nieuws. Met andere woorden, Rennekamp (2012) stelt dat er een overreactie plaatsvindt door niet-professionele beleggers als gevolg van een te hoge geloofwaardigheid van informatie na het toepassen van de 'plain English rule'.

Een beperking van het onderzoek van Rennekamp (2012) is echter dat zij haar respondenten heeft verzameld via het 'Amazon's Mechanical Turk platform', aangezien dit een goede weerspiegeling geeft van de populatie in de VS. Naast niet-professionele beleggers zijn er echter ook goed geïnformeerde institutionele beleggers en andere geïnformeerde belanghebbenden (zoals accountants) op het gebied van externe verslaggeving, waarvoor de toepassing van de 'plain English rule' wel degelijk tot een verhoging van de decision use-

fulness (nuttigheid van het jaarverslag) kan leiden. Verder wordt er door de International Accounting Standards Board (IASB) vanuit gegaan dat de beleggers die de jaarstukken lezen in ieder geval in een bepaalde mate onderlegd zijn, dus enige kennis hebben van externe verslaggeving, en daarnaast bereid zijn enige moeite te doen in termen van onderzoek alvorens een economische beslissing te nemen. De Groot (2008, p. 279) toont ook aan dat een hogere gepercipieerde kwaliteit niet direct hoeft te leiden tot een grotere mate van investeringsbereidheid, maar nog steeds wel een Pareto-verbetering kan opleveren. Iets is Pareto-optimaal, wanneer er geen enkele verbetering meer kan worden doorgevoerd, zonder dat dit ten koste gaat van het nut, geluk of genot van een ander aspect. Aangezien het een zeer gangbare theorie is binnen economie en engineering wordt hier niet extra op ingegaan. Een hogere gepercipieerde kwaliteit, zonder dat het de investeringsbereidheid aanpast, kan als een Pareto-verbetering worden beschouwd.

Om meer inzicht te krijgen in het effect van helderheid in taalgebruik en leesbaarheid in financiële verslaggeving, wordt het onderzoek van Rennekamp (2012) gerepliceerd, maar dan in een setting met experts op het gebied van externe verslaggeving. De vraag is derhalve of een overreactie van een beter leesbaar jaarverslag ook in die setting plaatsvindt, in lijn met Rennekamp (2012), ofdat de experts door de leesbaarheid van de publicatie heen kijken en hierdoor hun mening over de waardering van de entiteit niet laten beïnvloeden (De Groot, 2008, p. 279). Experts zijn voldoende in staat om de informatie uit een bericht te filteren, ongeacht of die informatie in een goede of slecht leesbare staat gepresenteerd wordt. Daarnaast draagt het onderzoek bij aan het inzicht omtrent de perceptie van informatie geschreven in een andere taal. Dit onderwerp is belangrijk aangezien de meeste beursgenoteerde ondernemingen in Nederland in het Engels rapporteren. Dit onderzoek draagt bij aan het verder uitwerken van het onderzoek van De Groot (2008), door juist te kijken naar daadwerkelijke bedrijfswaarderingen in plaats van slechts te reflecteren op de kwaliteit van een management-voorwoord. Daarnaast kijken wij naar een setting met non-natives (Nederlanders met Engelse informatie) in plaats van Britten die een Nederlands-Engels voorwoord beoordelen.

De belangrijkste conclusie is dat het verhogen van de leesbaarheid van jaarrapporten het leesgemak verbetert, maar geen effect heeft op de hoogte van de bedrijfswaardering. De resultaten suggereren dat het goed zou zijn als de Autoriteit Financiële Markten (AFM) of de IASB ondernemingen kennis laten nemen van de 'plain English rule' en deze mogelijkerwijs op

zouden nemen in hun voorschriften om de nuttigheid van jaarverslagen te verbeteren en daarmee een Pareto-verbetering door te voeren.

In paragraaf 2 wordt ingegaan op eerdere literatuur inzake verwerkingsgemak van informatie, leesbaarheid en tekstbegrip alsmede mogelijke effecten die deze constructen kunnen hebben op investeringsbeslissingen. De paragraaf eindigt met hypothesen. In paragraaf 3 wordt gereflecteerd op het experimentele design dat Rennekamp (2012) heeft gebruikt en dat wij dus zullen repliceren in een Nederlandse setting. In paragraaf 4 worden de belangrijkste resultaten weergegeven onder andere via een pad-analyse. Paragraaf 5 eindigt het artikel met de belangrijkste conclusies en implicaties van de studie.

2 Literatuur en hypothesen

2.1 'Plain English rule'

Zoals gesteld dient een prospectus in de VS te worden opgesteld in lijn met de 'plain English rule'. In de 'plain English rule' van de SEC zijn voorbeelden opgenomen van goed versus slecht leesbare teksten. Zo wordt het schrijven in een positieve(re) stijl aanbevolen: "We are dissatisfied with what has been accomplished so far" in plaats van "The Company is not satisfied with what has been accomplished so far". Ook het gebruik van eenvoudige synoniemen en persoonlijke voornaamwoorden leidt tot betere leesbaarheid. Met het toepassen van de 'plain English rule' zijn ondernemingen volgens de SEC beter in staat te communiceren en relaties op te bouwen met hun beleggers. In haar handboek geeft de SEC een aantal voorbeelden die de leesbaarheid van publicaties vergroten, zoals het gebruik van een actieve vorm. Dit betreft een stijl met korte zinnen en alledaagse taal met een helder gebruik van kopjes en paragrafen.

Naast deze taalkundige onderdelen worden er door de SEC ook suggesties gedaan met betrekking tot de opmaak van teksten. Wanneer stukken tekst ondersteund worden met tabellen is dit voor de lezer makkelijker en sneller te begrijpen. Dit geldt eveneens voor het gebruik van opsommingstekens, duidelijk onderscheidende kopjes, het gebruik van paragrafen en een goed leesbare lay-out; deze suggesties zorgen ervoor dat de tekst beter leesbaar is. Het onderscheid is eveneens opgenomen in de tekstuele voorbeelden van het experiment (zie bijlage 1 en 2). Het invoeren van de SEC's 'plain English rule' (421(d)) heeft uiteindelijk tot doel de leesbaarheid van publicaties te vergroten.

2.2 Verwerkingsgemak en bedrijfswaardering

Verschillende onderzoeken tonen aan dat het verwerkingsgemak van een beter leesbare publicatie leidt tot een verhoogd vertrouwen in de informatie. Verwer-

kingsgemak is het subjectieve gevoel van een individu over hoe gemakkelijk het is om de informatie te verwerken (Rennekamp, 2012). Shah en Oppenheimer (2007) hebben met hun onderzoek aangetoond dat informatie uit berichten die gemakkelijk te verwerken zijn, door mensen zwaarder wordt meegewogen bij het nemen van beslissingen. Eerder onderzoek naar verwerkingsgemak suggereert ook dat een gemakkelijk leesbaar bericht kan leiden tot een gunstigere beoordeling van de afzender (Oppenheimer, 2006).

Experimenten zijn geschikt om te gebruiken bij onderzoek naar leesbaarheid van publicaties, omdat er goede mogelijkheden zijn om dingen in teksten te manipuleren en daarmee het directe effect op bedrijfswaarderingen te meten. Echter, onderzoek op dit gebied is nog schaars. Uitzonderingen hierop zijn de onderzoeken van Rennekamp (2012), Hales, Kuang en Venkataraman (2011) en De Groot (2008). Rennekamp (2012) heeft door uitvoering van een experiment aangetoond dat beter leesbare publicaties leiden tot een verhoogde waardering van de entiteit door een niet-institutionele belegger in geval van goed nieuws en tot een (extra) verlaagde waardering in geval van slecht nieuws. Vanuit de psychologische literatuur voorspelt zij dat beter leesbare publicaties leiden tot een verhoogd vertrouwen van beleggers in de informatie en dat dit gevoel wordt veroorzaakt door het verwerkingsgemak van de informatie. De resultaten van haar experiment tonen dit ook aan. Rennekamp (2012) stelt echter dat er sprake is van een overreactie onder niet-institutionele beleggers als gevolg van een te hoge geloofwaardigheid van informatie na het toepassen van de 'plain English rule'. Een overreactie wil zeggen dat de toename (afname) bij de tweede beslissing bij een goed leesbaar persbericht in een goednieuws- (slechtnieuws-)situatie veel sterker is. De initiële beslissing, genomen voordat de respondenten het persbericht hebben ontvangen, geldt daarbij als norm ten opzichte waarvan de overreactie wordt gemeten. De Groot (2008, p. 278) toont daarentegen aan dat een betere leesbaarheid van een managementvoorzwoord wel invloed kan hebben op de algehele perceptie en begripbaarheid van informatie, maar dat het geen effect heeft op de vraag of de analisten meer dan wel minder in de desbetreffende onderneming zouden investeren. Het onderzoek van De Groot (2008) is uitgevoerd onder 35 professionele analisten.

Hales, Kuang en Venkataraman (2011) ten slotte onderzoeken het effect van levendige taal op de waardering van beleggers. Zij voorspellen dat beleggers gevoelig zijn voor de verschillen tussen levendige en bleke taal indien de actuele informatie-inhoud gelijk blijft. Het volgende voorbeeld illustreert het verschil tussen levendige en bleke taal; bijvoorbeeld 'Alpha

blew past Wall Street analysts' consensus earnings estimates' wat zeer levendig is ten opzichte van hetzelfde bericht in een veel blekere variant: "Alpha's net income exceeded Wall Street analysts' consensus estimates". Hales et al. (2011) maken in hun onderzoek gebruik van twee experimenten en concluderen dat levendige taal een significante invloed heeft op de waardering van beleggers die posities aangaan die afwijken van wat de 'grote massa' doet (contraire beleggers). Als de beurzen flink stijgen en de meeste beleggers juist aandelen kopen, zal deze belegger mogelijk juist zijn aandelen verkopen. Als de huidige positie van de belegger en de gepresenteerde informatie in overeenstemming zijn, maakt het geen verschil of de informatie gepresenteerd wordt in een levendige dan wel bleke taalvariant en heeft het geen invloed op de waardering van beleggers.

2.3 Hypothesen

Vanuit de cognitieve psychologie is onderzoek gedaan naar processen die te maken hebben met begrip, kennis en informatieverwerking. In 2006 hebben Clahsen en Felser onderzoek gedaan naar hoe non-natives taal begrijpen en verwerken. De resultaten van het onderzoek tonen aan dat de traditionele veronderstelling dat non-natives meer problemen hebben met grammatica dient te worden bijgesteld en dat de verschillen in informatieverwerking tussen natives en non-natives beperkter zijn dan werd gedacht. Grammaticale fenomenen worden op eenzelfde manier verwerkt waarbij blijkt dat non-natives alleen problemen hebben met structureel complexe grammatica. Sheorey en Mokhtari (2001) onderzoeken de verschillen in leesstrategieën tussen natives en non-natives bij het lezen van academische literatuur. Uit de resultaten van deze studie blijkt dat beide groepen zich bewust zijn van alle beschikbare strategieën. Daarnaast geven beide groepen dezelfde orde van belangrijkheid aan de verschillende categorieën van leesstrategieën.

De Groot (2008) maakt gebruik van native sprekers en hen worden teksten voorgeschooteld in dezelfde taal (in casu Engelse teksten voorgelegd aan Britse professionele analisten), echter vanuit een ander land opgesteld (Nederlands-Engels). De resultaten tonen aan dat de algehele kwaliteit van de beoordeelde teksten uit het andere land lager is, of wordt gepercipieerd, maar dat dit geen invloed heeft op de hoogte van de investeringsbeslissingen. Al met al verwachten we niet dat er een effect ontstaat als gevolg van de 'non-nativeness' van de populatie.¹

De vraag inzake 'overreactie' is daarmee voornamelijk afhankelijk van de expertise van de respondenten. De respondenten die zijn gebruikt in dit onderzoek zijn experts op het gebied van financiële verslaggeving. De verwachting is dat het hoge kennisniveau van de ex-

perts ertoe zal leiden dat zij door de leesbaarheid van de publicatie heen kijken en hierdoor hun mening over de bedrijfswaardering van de entiteit niet laten beïnvloeden. De Groot (2008) toont namelijk aan dat het gebruik van kopjes wel effect kan hebben op de algehele beoordeling van de kwaliteit van een jaarrapport² maar dat het geen effect heeft op de investeringsbeslissing. De eerste hypothese luidt als volgt:

Hypothese 1: Voor experts op het gebied van externe verslaggeving leidt een verhoging van de leesbaarheid niet tot een overreactie inzake bedrijfswaarderingen.

In overeenstemming met het onderzoek van Rennekamp (2012) en Oppenheimer (2006) is de verwachting dat een verhoging van de leesbaarheid wel van invloed zal zijn op het verwerkingsgemak van de informatie voor de belegger. De Groot (2008, hoofdstuk 5) toont aan dat door het gebruik van kopjes en paragrafen, overeenkomstig de 'plain English rule', de tekst de algemene voorkeur geniet en beter begrijpelijk is, wat weer leidt tot een verbetering van het leesgemak. Vanuit bovenstaande luidt de tweede hypothese derhalve als volgt:

Hypothese 2: Voor experts op het gebied van externe verslaggeving leidt een verhoging van de leesbaarheid tot een verhoging van het verwerkingsgemak.

3 Methodologie

3.1 Opzet van het experiment

Er is gebruik gemaakt van een 1x2 design. Binnen het experiment wordt gebruikgemaakt van twee verschillende onderzoeksgroepen die elk een ander gemanipuleerd persbericht zullen ontvangen (Goed Nieuws, in een goed leesbaar format, versus minder goed leesbaar format, zie figuur 1).³ De teksten zijn overgenomen uit het experiment van Rennekamp (2012) in het Journal of Accounting Research.

Figuur 1 Design van het experiment

	Leesbaarheid van het persbericht	
Goed nieuws	Goede leesbaarheid	Slechte leesbaarheid

Respondenten ontvangen een verkort persbericht over een fictief bedrijf. Het persbericht is goed of slecht leesbaar. Het onderzoek start met algemene informatie inzake het fictieve bedrijf, alsmede financiële informatie. Aan de respondent wordt vervolgens gevraagd om de meest gepaste bedrijfswaardering op een 101-puntenschaal aan te geven (0 = low en 100 = high). Het totale experiment is opgenomen in bijlage 3. In fase 2 ontvangen de respondenten vervolgens een persbericht (in dit geval voor beide groepen met Goed Nieuws). De ge-

manipuleerde persberichten (goed dan wel slecht leesbaar) zijn opgenomen in bijlage 1 en 2. Aansluitend wordt de respondenten opnieuw gevraagd een oordeel te geven inzake de bedrijfswaardering (wederom op een 101-puntenschaal). Daarnaast wordt de vraag gesteld in hoeverre ze vonden dat zij konden vertrouwen op de informatie in het persbericht. Om hun gevoelens van verwerkingsgemak te kunnen meten, wordt gevraagd naar hun gevoel over de leesbaarheid van het bericht en wordt de volgende vraag gesteld: "How easy or difficult is it to read the press release?" (1 = very difficult, 7 = very easy). Door het stellen van deze directe vraag is het mogelijk om de subjectieve gevoelens van de respondenten te meten. Dit is overeenkomstig eerder onderzoek naar het testen van initiële reacties (Rennekamp, 2012; Libby et al., 2002).

3.2 Subjecten

Een van de belangrijkste contributies van deze studie ten opzichte van Rennekamp (20012) ligt in de expertise van onze subjecten. In tegenstelling tot Rennekamp (2012) ligt de focus in dit onderzoek op meer gespecialiseerde subjecten en richt dit onderzoek zich specifiek op experts op het gebied van financiële verslaggeving. In overeenstemming met het onderzoek van Dyckmann (1966), is in dit onderzoek gebruikgemaakt van masterstudenten Accountancy met jarenlange werkervaring in de accountancypraktijk als surrogaat voor experts op het gebied van financiële verslaggeving. Dyckmann (1966) heeft in zijn onderzoek aangetoond dat accountancystudenten en accountants in beroep zeer vergelijkbare evaluaties maken en dat hun beslissingen zijn gebaseerd op soortgelijke factoren. Andere onderzoeken van Mock (1969), Hofstedt (1972) en Dickhaut (1973) vonden eveneens geen verschillen tussen accountancystudenten en accountants in beroep, waardoor we de door ons gebruikte populatie als experts op het gebied van jaarrekeningen en evaluaties kunnen gebruiken.

Verder zijn de respondenten in dit onderzoek non-natives, waarbij Nederlandse studenten een Engelse tekst krijgen voorgeschoteld. Eerder onderzoek (o.a. Sheorey & Mokhtari, 2001) toont daarbij aan dat de leesstrategieën niet verschillend zijn tussen natives en non-natives. Echter, het onderwerp is wel degelijk van belang en relevant voor de praktijk, aangezien de meeste beursgenoteerde ondernemingen in het Engels rapporteren.

3.3 Procedure

Het experiment is op vrijdag 5 oktober 2012 afgenomen in vijf verschillende collegegroepen (master studenten accountancy) op de Nyenrode Business Universiteit in Breukelen. De vragenlijst is in hard-copy uitgedeeld aan de studenten, waarbij randomisatie is toegepast om geen structurele verschillen tussen groepen te creëren (Libby et al., 2002). Er zijn door ons der-

halve op basis van Anova-testen ook geen structurele verschillen waargenomen in geslacht, leeftijd en ervaring tussen de twee groepen.⁴ De gemiddelde leeftijd (standaarddeviatie) van onze respondenten is 26,03 (5,15) met een gemiddelde werkervaring van 4,75 (5,16) jaar. Van de totale populatie is 77% (23%) man (vrouw).

4 Onderzoeksresultaten

Hypothese 1

Hypothese 1 stelt dat wij geen significant verschil verwachten in de hoogte van de bedrijfswaardering in relatie tot leesbaarheid. Als gevolg van de expertise van onze subjecten verwachten wij dat de hoogte van de bedrijfswaardering niet beïnvloed zal worden door het beter dan wel slechter leesbare persbericht. We verwachten dat de subjecten door de presentatie heen zullen kijken en de feiten zullen laten spreken. Om de hypothese te toetsen is gebruikgemaakt van een univariate analyse, waarbij de (mutatie van de) bedrijfswaardering van beide groepen met een goed en slechter leesbaar persbericht wordt vergeleken. Daarbij wordt dus primair gekeken naar het verschil tussen de initiële bedrijfswaardering ten opzichte van de bedrijfswaardering na het lezen van het (goed dan wel slechter leesbare) persbericht. De leesbaarheidsconditie is als onafhankelijke variabele meegenomen, de mutatie in de bedrijfswaardering geldt als afhankelijke variabele. De resultaten zijn opgenomen in tabel 1.

Tabel 1 Resultaten Bedrijfswaardering
(Δ meetmoment 1 t.o.v. meetmoment 2;
Gemiddelde en (Standaarddeviatie))

Goed nieuws	Leesbaarheid		p-waarde*
	Goed	Slecht	
Initiële waardering	70,03 (11,17)	68,87 (14,19)	0,724
Waardering na persbericht	76,20 (7,64)	75,71 (11,18)	0,843
Vershil initiële waardering en waardering na persbericht	6,17 (9,08)	6,84 (11,23)	0,798
	n=30	n=31	

*Tweezijdige toetsing

Op basis van de uitgevoerde analyse zien wij dat zowel onder goede leesbaarheid als slechte leesbaarheid de bedrijfswaardering toeneemt met ruim 6 punten. De verschillen zijn niet-significant voor de initiële waardering, die voor alle respondenten gelijk was, maar ook niet voor de waardering na het lezen van het persbericht (respectievelijk $p = 0,724$ en $p = 0,843$, tweezijdige toetsing). Het verschil tussen beide waarderingen is eveneens niet

significant ($p = 0,798$, tweezijdige toetsing). De verandering in bedrijfswaardering (respectievelijk $\Delta 6,17$ voor goed leesbare persberichten ten opzichte van $\Delta 6,84$ voor slechter leesbare persberichten) wordt niet beïnvloed door de mate van leesbaarheid van de publicatie. Met andere woorden, experts op het gebied van externe verslaggeving zijn voor hun waardering van een organisatie niet vatbaar voor de mate van leesbaarheid van informatie. Sterker nog, het verschil tussen de initiële beslissing en de tweede beslissing is groter voor slechter leesbare persberichten, waardoor er, in tegenstelling tot het artikel van Rennekamp (2012) zeker geen sprake is van een overreactie bij een goed leesbaar persbericht. Dit is in lijn met hypothese 1.

Hypothese 2

De tweede hypothese gaat in op een mogelijke Pareto-verbetering, namelijk dat het verwerkingsgemak toeneemt, zonder dat dit van invloed is op de bedrijfswaardering. De resultaten zijn opgenomen in tabel 2.

Tabel 2 Resultaten Verwerkingsgemak –
Gemiddelde en (Standaarddeviatie)

Nieuws	Leesbaarheid		p-waarde
	Goed	Slecht	
Goed	5,23 (1,251)	4,48 (1,208)	0,011*
	n=30	n=31	

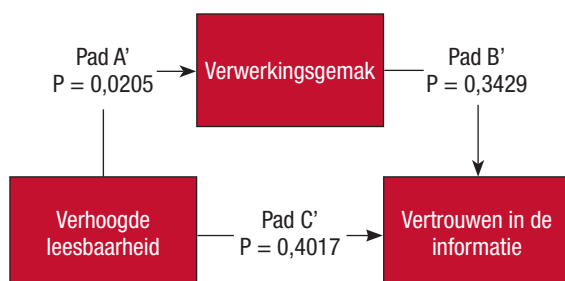
(Verwerkingsgemak: 1 = gemakkelijk -, 7 = moeilijk te verwerken)
*significant op een 95% betrouwbaarheidsinterval, eenzijdige toetsing.

In lijn met onze verwachting zien we een significant verschil ($p = 0,011$, eenzijdig getoetst) tussen een goed leesbaar en slechter leesbaar persbericht, waarbij de subjectieve inschatting van de leesbaarheid hoger is, indien de 'plain English rule' wordt toegepast (goed leesbaar persbericht). Aangezien we in tabel 1 reeds geconstateerd hebben dat er geen sprake is van 'overreactie', in tegenstelling tot Rennekamp (2012), blijkt dit dus een Pareto-verbetering voor de kwaliteit van de financiële verslaggeving. Met andere woorden, de leesbaarheid wordt wel verbeterd, maar heeft geen negatieve effecten tot gevolg.

In lijn met Rennekamp (2012) zullen we verder analyseren wat het effect is van de verhoogde leesbaarheid en verwerkingsgemak op het vertrouwen in de verstrekte informatie. Dit effect is gemeten door gebruik te maken van een mediatieanalyse met toepassing van de bootstrapmethode ontwikkeld door Preacher en Hayes (2008) voor het meten van een indirect effect. De mediatieanalyse gaat uit van één verklarende factor (leesbaarheidsconditie: goed of slecht), één mediatorvariabele (verwer-

kingsgemak) en een criteriumvariabele (vertrouwen in informatie). De resultaten zijn opgenomen in figuur 2.

Figuur 2 Leesbaarheid, verwerkingsgemak en vertrouwen in informatie



Pad A beschrijft in hoeverre het verwerkingsgemak afhankelijk is van het leesbaarheidsniveau. De afhankelijke variabele is gemeten op een 7-puntsschaal op de vraag "I felt like I could rely on the information in the press release." Pad A toont, zoals reeds eerder besproken, aan dat de leesbaarheid een significante invloed heeft op het verwerkingsgemak van het gelezen persbericht. Echter, zowel pad B als pad C zijn niet significant. Dat betekent dat noch het directe effect van leesbaarheid op vertrouwen in informatie, noch het indirecte mediatie effect van leesbaarheid en verwerkingsgemak op vertrouwen in informatie significant is. De uitkomst van de mediatieanalyse voor het totale model (zowel pad C, als via pad A en pad B), met zowel het directe als indirecte effect van leesbaarheid op vertrouwen in informatie is niet significant ($p = 0,2420$). Met andere woorden, bij deze experts in externe verslaggeving blijkt dat een betere leesbaarheid geen invloed heeft op de hoogte van de bedrijfswaardering, maar ook niet specifiek in het vertrouwen in de verstrekte informatie. De univariate verschillen in vertrouwen tussen een goed leesbare en een minder goed leesbare publicatie zijn niet significant ($p = 0,495$; niet in tabel). De vorm waarin de informatie wordt verstrekt, heeft derhalve geen significante invloed op het vertrouwen in de informatie, in strijd met Rennekamp (2012). Tevens geven de subjecten aan de informatie dus niet meer te vertrouwen indien zij een hoger verwerkingsgemak ervaren (pad B).

In tegenstelling tot de resultaten van Rennekamp (2012) tonen de resultaten van dit onderzoek aan dat experts op het gebied van financiële verslaggeving niet reageren op het effect van leesbaarheid. Een beter leesbare publicatie leidt niet tot een sterkere reactie dan minder goed leesbare publicaties. Wel zorgen beter leesbare publicaties voor een verbetering van het verwerkingsgemak, waardoor het een Pareto-verbetering is.

Manipulation checks

De manipulation checks zijn toegevoegd om te verifiëren of de respondenten het experiment in voldoende

mate hebben begrepen. De eerste vraag die gesteld wordt, toetst of de participant weet hoeveel de omzet van de organisatie is toegenomen in het afgelopen kwartaal ten opzichte van hetzelfde kwartaal in een jaar eerder in de vorm van een meerkeuzevraag. De tweede meerkeuzevraag gaat in op de vooruitzichten voor de aankomende periode volgens de CEO in het persbericht. De derde verifieert of subjecten de twee voornaamste markten waarop de organisatie opereert, kunnen benoemen. De vragen zijn opgenomen in bijlage 3. De resultaten van de manipulationcheckvragen zijn opgenomen in tabel 3.

Tabel 3 Manipulationcheckvragen

Manipulationcheckvragen. Aantallen en percentages juiste antwoorden		
	Goede leesbaarheid (n = 30)	Slechte leesbaarheid (n = 31)
Man.check #1	24 (80%)	26 (84%)
Man.check #2	27 (90%)	25 (81%)
Man.check #3	30 (100%)	30 (97%)
Totaal	81 (90%)	81 (87%)

De resultaten op de manipulationcheckvragen geven voldoende vertrouwen in de uitkomsten van de resultaten.⁵ Het verwijderen van de respondenten met 'fouten' op een van die vragen levert geen kwalitatief verschillend beeld op. Daarnaast zien we geen significant verschil tussen beide groepen.

5 Conclusie

In 1998 is door de SEC de 'plain English rule' ingevoerd welke geldt voor beursgenoteerde ondernemingen in de Verenigde Staten. In deze regel wordt door de SEC voorgeschreven om gepubliceerde informatie zo helder mogelijk op te schrijven, in korte zinnen, in actieve vorm en met een goed gebruik van 'kopjes'. Het doel van de SEC is het verbeteren van de leesbaarheid van publicaties. Rennekamp (2012) heeft een experiment uitgevoerd naar aanleiding van de 'plain English rule' en toont aan dat een helderder jaarverslag leidt tot een *te* grote mate van vertrouwen in de resultaten en daarmee een overreactie van niet-professionele beleggers.

Echter, twee belangrijke groepen van belanghebbenden van een jaarrekening zijn de goed geïnformeerde institutionele belegger en accountants. Dit onderzoek repliceert derhalve het onderzoek van Rennekamp (2012), maar dan met subjecten die experts zijn op het gebied van externe verslaggeving (te weten masterstudenten Accountancy met meerdere jaren ervaring in de accountancypraktijk). In lijn met onze hypothesen tonen de resultaten aan dat deze experts zijn of haar be-

drijfswaardering niet laten afhangen van de manier waarop de informatie wordt gepresenteerd. Met andere woorden, in tegenstelling tot het onderzoek van Rennekamp (2012) tonen onze resultaten aan dat beter leesbare teksten niet leiden tot een overreactie. Wel tonen de resultaten aan dat een verhoogde leesbaarheid leidt tot een groter verwerkingsgemak, wat een Pareto-verbetering oplevert, zonder dat het ten koste gaat van de kwaliteit van de bedrijfsinschatting. Een mogelijke beperking van dit onderzoek is dat alle respondenten een studie volgen die gericht is op cijfers en bedrijfswaardering. De ingevoerde regels van de SEC zijn tevens (deels) gericht op de particuliere beleggers, die over het algemeen minder deskundig zijn op het gebied van jaarverslaggeving. De representativiteit van experimenten is sowieso altijd onderwerp van discussie (zie Van Beest & Knoops, 2011). In dit geval kunnen de conclusies dan ook niet verder worden gebracht dan de populatie die goed ingelicht is in het lezen van jaarverslagen. Een andere beperking is de kleine onderzoekspopulatie, die in vervolgonderzoek dan ook aangevuld zou kunnen worden.

Desalniettemin tonen de resultaten aan dat een goed geïnformeerde belegger op het gebied van verslaggeving baat kan hebben bij een 'plain English rule', omdat dit het verwerkingsgemak vergroot zonder dat het de hoogte van de investeringsbeslissingen beïnvloedt. De resultaten van dit onderzoek tonen aan dat de AFM en de IASB deze verslaggevingsuggestie van de SEC kunnen promoten voor het vergroten van de transparantie van jaarverslagen enerzijds en het vergroten van nuttigheid van jaarverslagen anderzijds. ■

Dr. F. (Ferdie) van Beest is Assistant Professor op de Nyenrode Business Universiteit en tevens senior toezichthouder voor de Autoriteit Financiële Markten.

H.H. (Hiels) Beugeling MSc is Senior Associate en sinds drie jaar werkzaam in de controlepraktijk van PwC Accountants in Utrecht. Daarnaast binnen PwC als voorzitter young corporate responsibility betrokken bij het onder de aandacht brengen van maatschappelijke relevantie onder young professionals.

J. (Joyce) Cerdijn MSc is werkzaam als Relatiebeheerder in de controlepraktijk bij Grant Thornton Accountants en Adviseurs B.V.

J. (Joyce) Cerdijn MSc is werkzaam als Relatiebeheerder in de controlepraktijk bij Grant Thornton Accountants en Adviseurs B.V.

Noten

¹ De betreffende cursus waarbij het experiment is afgenomen, bevatte 38 internationale wetenschappelijke artikelen, waardoor iedere subject voldoende Engelstalige bagage had om de teksten goed te kunnen beoordelen.

² In dit geval is de perceptie gemeten via een experiment, waarbij 35 analisten uit Londen een voorwoord moesten beoordelen; een Brits voorwoord en een Nederlands-Engels voorwoord, waarbij zij de voorkeur gaven aan het Britse voor-

woord (De Groot, 2008, hoofdstuk 5).

³ In het onderzoek van Rennekamp wordt zowel goed nieuws als slecht nieuws onderzocht. Dit leverde echter hetzelfde resultaat op namelijk dat de beter leesbare teksten leiden tot overreactie. Gegeven de beperkte populatie is er derhalve voor gekozen om geen onderscheid te maken tussen goed nieuws en slecht nieuws, omdat dat in deze context geen additionele informatie oplevert.

⁴ Niet opgenomen in tabel.

⁵ De resultaten zijn geverifieerd door de subjecten te verwijderen die fouten hebben gemaakt op de manipulation check-vragen. Dit leverde geen kwalitatieve veranderingen op in de resultaten.

⁶ Dit persbericht is overgenomen uit het onderzoek van Rennekamp (2012).

⁷ Dit persbericht is overgenomen uit het onderzoek van Rennekamp (2012).

Literatuur

- Beest, F. van, & Knoops, C. (2011). Verslaggevingsstandaarden en resultaatsturing. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 85(10), 489-500.
- Clahsen, H., & Felser, C. (2006). How native-like is non-native language processing? *Trends in Cognitive Sciences*, 10, 564-570.
- Dickhout, J.W. (1973). Alternative information structures and probability revisions. *The Accounting Review*, 48(1), 61-79.
- Dyckmann, T.R. (1966). On the effects of earnings-trend, size and inventory valuation procedures in evaluating a business firm. In R.K. Jaedicke, Y. Ijiri, & O. Nielsen (eds.), *Research in Accounting Measurement* (pp. 175-185). American Accounting Association.
- Groot, E.B. de, (2008). English annual reports in Europe. Proefschrift Radboud Universiteit Nijmegen.
- Hales, J., Kuang, X., & Venkataraman, S. (2011). Who believes the hype? An experimental investigation of how language affects investor judgments. *Journal of Accounting Research*, 49, 223-255.
- Hofstede, T.R. (1972). Some behavioral parameters of financial analysis. *The Accounting Review*, 47(4), 679-692.
- Li, F. (2008). Annual report readability, current earnings and earnings persistence. *Journal of Accounting and Economics*, 45, 221-247.
- Libby, R., Bloomfield, R., & Nelson, M.W. (2002). Experimental research in financial accounting. *Accounting Organizations and Society*, 27, 775-810.
- Miller, B. (2010). The effects of reporting complexity on small and large investor trading.

- The Accounting Review*, 85, 2107-2143.
- Mock, T.J. (1969). Comparative values of information structures. Empirical research in accounting. *Journal of Accounting Research*, 7, 124-159.
 - Nisbett, R., & Ross, L. (1980). Human inference: Strategies and shortcomings of social judgement. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
 - Oppenheimer, D. (2006). Consequences of erudite vernacular utilized irrespective of necessity: Problems with using long words needlessly. *Applied Cognitive Psychology*, 20, 139-156.
 - Rennekamp, K. (2012). Processing fluency and investors' reactions to disclosure readability. *Journal of Accounting Research*, 50(5), 1319-1354.
 - • Securities and Exchange Commission. (1998). *A plain English handbook: How to create clear SEC disclosure*. SEC Office of Investor Education and Assistance. Geraadpleegd op <http://www.sec.gov/pdf/handbook.pdf>.
 - Shah, A., & Oppenheimer, D. (2007). Easy does it: The role of fluency in cue weighting. *Judgment and Decision Making*, 2, 371-379.
 - Sheorey, R., & Mokhtari, K. (2001). Differences in the metacognitive awareness of reading strategies among native and non-native readers. *System*, 29(4), 431-449.
 - You, H., & Zhang, X. (2009). Financial reporting complexity and investor underreaction to 10-K information. *Review of Accounting Studies*, 14, 559-586.

Bijlage 1 - Goed leesbaar persbericht

Panel A. Good News/More Readable⁶

COOPER SODA CO. REPORTS STRONG THIRD QUARTER 2010 RESULTS

Portland, OR – August 5, 2010 – Cooper Soda Co. (NASDAQ: CSOD), a leader in the premium soda category and known for its unique branding and innovative marketing, today announced results for the quarter ended June 30, 2010.

The table below summarizes revenue and earnings performance for the quarter ended June 30, 2010, as compared to June 30, 2009.

	Quarter ended June 30, 2009	Quarter ended June 30, 2010	Change
Revenues	\$18.2 million	\$24.1 million	+ \$5.9 million
Net Profit	\$3.2 million	\$4.7 million	+ \$1.5 million

The increase in revenue was primarily due to an increase in total case sales.

Outlook

Chief Executive Officer Stephan Miller stated, "Our sales were above plan, our earnings were higher than we expected, and we executed several initiatives during the third quarter that have us better positioned for the future. Our business strategy is to increase sales by expanding distribution of our brands in new and existing markets, raising consumer awareness and trial of our products, and increasing relevance and purchase intent." We are focused on:

- *Expanding distribution of our products;*
- *Building and maintaining good relationships with our key distributors; and*
- *Creating innovative beverage brands and products.*

The beverage industry, and particularly those companies selling premium beverages like ours, can be affected by macroeconomic factors including changes in economic conditions and consumer spending patterns. The recent improvement in the overall economy has positively impacted our two primary markets: the U.S. and Canada. This has increased consumer confidence and we believe has positively affected consumers' willingness to purchase our products as they grow their discretionary spending.

According to Miller, "We are satisfied with our accomplishments so far in fiscal 2010, and expect further improvement in operations for fourth quarter and annual results".

Bijlage 2 – Slechter leesbaar persbericht

Panel B. Good News/Less Readable⁷

COOPER SODA CO. REPORTS STRONG Q3 2010 RESULTS

Portland, OR – August 5, 2010 – The information below summarizes revenue and earnings performance for the quarter ended June 30, 2010, as compared to June 30, 2009, for Cooper Soda Co. (NASDAQ: CSOD), a leader in the premium soda category and known for its unique branding and innovative marketing, which today announced results for the quarter ended June 30, 2010.

For the quarter ended June 30, 2010, revenue was \$24.1 million, an increase of \$5.9 million from \$18.2 million in revenue for the quarter ended June 30, 2009. Net profit for the quarter ended June 30, 2010 was \$4.7 million, an increase of \$1.5 million from a net profit of \$3.2 million for the quarter ended June 30, 2009.

The increase in revenue was primarily because of the fact that there was an increase in total case sales.

Outlook

Stephan Miller, Chief Executive Officer, stated, “Sales were above plan, earnings were higher than expectations, the Company engaged in the execution of several initiatives during the third quarter that have it better positioned for the future, and the Company’s business strategy is to increase sales by expanding distribution of its brands in new and existing markets, which is intended to raise consumer awareness and trial of its products, thus leading to increased relevance and purchase intent.” The Company is focused on escalating distribution of its products, building and maintaining good relationships with key distributors; and creating pioneering brands of beverages and products.

The beverage industry, and particularly those companies selling first-rate beverages like Cooper, can be affected by macroeconomic factors including changes in economic conditions and consumer spending patterns. The recent improvement in the overall economy has positively impacted the Company’s two primary markets: the U.S. and Canada. This has not decreased consumer confidence and the Company believes has positively affected consumers’ willingness to purchase its products as they augment discretionary spending. According to Miller, “The Company is not dissatisfied with what has been accomplished so far in fiscal 2010, and expects further improvement in operations for Q4 and annual results”.

Bijlage 3 – Experiment totaal (zonder manipulaties)

Introduction and background information

Introduction

You are about to participate in a research which contributes to a better understanding of processing fluency and investors’ reactions to disclosure readability. You will be asked to take decisions, for which there are no correct or incorrect answers. The purpose is to take decisions based on the presented information. Try to answer the questions like you would normally do.

The experiment is performed in two stages. In stage 1, you first receive background information on the firm and thereafter you provide a company rating. After the initial assessment you will receive a single press release and you will be asked to make judgements of valuation of the company, credibility of the management, processing fluency of the information and reliance on the source of the information. Afterwards you will be asked to answer information acquisition questions.

In stage 2, you will receive another press release that

management could have provided. While viewing both press releases, you indicate on a scale which of the two you believe management is more likely to provide. Afterwards you will be asked to make new valuation and credibility judgements, along with debriefing and demographic questions.

The total research will last approximately 12 minutes. We further would like to thank you for your participation. The data are treated confidentially and will be used for scientific purposes only.

Background information

Cooper Soda Co. is a beverage company based in the United States. It bottles and distributes soft drinks, non-carbonated beverages, energy drinks, and candy. Cooper Soda Co. is a carbonated soft drink that has many unusual flavours that are not offered by other

soft drink makers. The sparkling beverage category accounts for greater than \$90 billion in annual retail sales. The energy drink segment is the growth leader, currently growing at greater than 11,1% per year. Carbonated soft drinks (CSD), the largest segment in the sparkling beverage category, declined 4,3% in 2010 driven by reduces volume by the large CSD players. The sales are seasonal and fluctuations in quarterly results due to many factors. They historically have generated a greater percentage of revenues during the warm weather months of April through September. As of December 31, 2010, the company had 40 employees, of which all were full-time.

1. Based on the above given background information, you are asked to provide a company rating. Indicate on a 101-point scale what you believe to be an appropriate company rating for the firm, ranging from 0 = low to 100 = high.

.....

Stage 1: Questions first press release

After you review the press release, you are asked to provide judgments of valuation of the company, credibility of the management, processing fluency of the information and reliance on the source of the information.

2. Indicate on a 101-point scale what you believe to be an appropriate company rating for the firm, ranging from 0 = low to 100 = high.

.....

3. Indicate on a 101-point scale what you think about the competence of management, ranging from 0 = very incompetent to 100 = very competent.

.....

4. Indicate on a 101-point scale what you think about the trustworthiness of management, ranging from 0 = very untrustworthy to 100 = very trustworthy.

.....

5. Indicate your agreement with the statement "I felt like I could rely on the information in the press release" (1 = strongly disagree, 7 = strongly agree).

.....

6. How easy or difficult is it to read the press release? (1 = very difficult, 7 = very easy).

.....

This is the end of stage 1.

Questions concerning the case

Answer the following questions, covering issues concerning the case.

7. How much are the firm's revenues changed in the quarter compared to the same quarter in the prior year?

- ☐ + \$5.9 million
- ☐ - \$5.9 million
- ☐ + \$1.5 million

8. What performance is expected by the CEO in the upcoming quarter and annual results?

- ☐ Improving performance
- ☐ Deteriorating performance
- ☐ Steady performance

9. Name the two countries in which the firm primarily operates:

- ☐ The U.S. and Canada
- ☐ The U.S. and China
- ☐ China and Canada

You finished the questions related to the case. The next questions are demographic questions.

10. How old are you?

.....

11. Gender?

- ☐ Male
- ☐ Female

12. How many years of experience do you have in a full-time job?

.....

13. How many accounting and finance courses did you complete?

.....

14. How many experience do you have with investing?

- ☐ No experience
- ☐ I have invested in individual stocks in the past
- ☐ I plan on investing in individual stocks in the future

15. To what extent may the English language have caused problems during the experiment?

- ☐ None
- ☐ Some
- ☐ Much
- ☐ Very much

This is the end. Many thanks!!