

Het gebruik van jaarrekeningen door analisten

Een inventarisatie¹

Drs. I.H.C. Blij

THEMA

1 Inleiding

In dit artikel wordt het gebruik van jaarrekeninginformatie door analisten besproken. Allereerst is daartoe een aantal diepte-interviews gehouden met financieel analisten, om vast te stellen of zij gebruikmaken van jaarrekeninginformatie en, zo ja, op welke wijze. De bevindingen uit deze interviews zijn vervolgens gebruikt als uitgangspunt bij het opstellen van enerzijds een vragenlijst over het gebruik van jaarrekeninginformatie en anderzijds een ‘modeljaarrekening’. In deze bijdrage worden de resultaten gepresenteerd van de vragenlijst over het gebruik van jaarrekeninginformatie.

Met dit onderzoek proberen we informatie-elementen te identificeren die voor stakeholders van belang zijn in het kader van hun besluitvorming. Aan een geselecteerde groep van analisten is daartoe een modeljaarrekening voorgelegd met de opdracht deze te analyseren en op basis daarvan het belang van de daarin vermelde informatie-elementen aan te geven. De term gebruikersgroepen is nauw verbonden met het begrip stakeholder, waarbij wordt verondersteld dat een gebruiker van financiële informatie hetzij tevens stakeholder is (bijvoorbeeld aandeelhouder of kredietverschaffer), hetzij de belangen van de stakeholder direct of indirect behartigt (financieel analist of vermogensbeheerder). Het gaat erom dat de stakeholders zich op basis van de financiële verslaggeving een goed oordeel kunnen vormen over de financiële resultaten en financiële positie van de onderneming. Men kan zeggen: hoe beter zij zich een oordeel kunnen vormen, des te hoger is de kwaliteit van de verslaggeving. En daarmee is de

link gelegd naar het belang van kwalitatief goede verslaggeving. Kwalitatief goede verslaggeving onderbouwt de besluitvorming door stakeholders. De resultaten uit deze studie spelen een rol bij het kunnen vaststellen van de kwaliteit van verslaggeving.

Dit artikel is opgebouwd uit een vijftal paragrafen. Allereerst wordt ingegaan op de literatuur, waarin eerder gebruikersonderzoek staat beschreven (par. 2). Daarbij komen de verschillende soorten van gebruikersonderzoek aan de orde. De methodologie en respondenten staan centraal in paragraaf 3. Hier wordt ingegaan op de selectie van analisten en de methoden van analyse. In paragraaf 4 worden de resultaten gepresenteerd. Besloten wordt met een samenvatting van het gebruikersonderzoek gehouden onder financieel analisten in paragraaf 5.

2 Eerder onderzoek

Onderzoek naar het gebruik van accountinginformatie² kan in grote lijnen op een tweetal verschillende niveaus worden ingedeeld. Allereerst is er een geaggregeerd niveau, waarbij wordt gekeken naar de consequenties van het ter beschikking stellen van informatie. Bruikbaarheid of nut van verslaggevinginformatie is bewezen indien er een koers- en/of omzetreactie optreedt ten gevolge van het verschaffen van informatie. Gebleken is dat informatie die toekomstverwachtingen van gebruikers beïnvloedt, zoals bijvoorbeeld een fusieaankondiging of een winstbijstelling, vaak van belang wordt geacht. Het grote probleem bij dit type studies vormt het koppelen van een gebruikersreactie aan een specifieke informatiebron, aangezien dikwijls meerdere soms tegenstelde informatiebronnen de gebruikers van jaarrekeninginformatie bereiken.

Een tweede mogelijkheid is om niet de gevolgen

Drs. I.H.C. Blij studeerde economie aan de Universiteit Maastricht. Momenteel werkt hij als credit rating analyst bij NIB Capital Bank in Den Haag.

van informatieverschaffing als uitgangspunt bij de analyse te nemen, maar de gebruikers van jaarrekeninginformatie. In tegenstelling tot de eerder beschreven methode wordt hierbij niet gekeken naar de marktreacties (prijs of hoeveelheid) van informatiegebruik, maar naar het oordeel van de (individuele) gebruikers van die informatie. Met andere woorden, niet de veranderingen in aandelenkoersen staan centraal, maar de inventarisatie van voor de gebruiker ter beschikking staande informatie. Studies die zich rechtstreeks richten op de gebruikers van jaarrekeninginformatie, zijn populair geworden gedurende de jaren zeventig; het merendeel hiervan betreft survey studies. Uitkomsten van deze onderzoeken wijzen erop dat individuele beleggers in het algemeen jaarrapporten maar in beperkte mate lezen, maar dat financiële informatie wel consequent een hoog belang toegedicht wordt door diezelfde gebruikers. Het belang gecombineerd met de lage scores voor het lezen van informatie kan aangeven dat gebruikers moeite hebben met de gebruikte methoden om informatie weer te geven (Klaassen en Schreuder, 1980).

Informatiebehoeften van de Nederlandse belegger zijn door Klaassen en Schreuder (1980) en Vergoossen (1994) in kaart gebracht. Vergoossen heeft gekozen voor een gebruikersgroepbenadering, terwijl de beide eerstgenoemde auteurs voor een ondernemingswijze benadering gekozen hebben. Zij hebben aan de aandeelhouders van een viertal grote Nederlandse ondernemingen een vragenlijst voorgelegd. De gebruikers van jaarrekeninginformatie vormen een divers samengestelde groep, met analisten als voornaamste gebruikers. De onderzoekers vonden onder andere een directe relatie tussen de scores voor het gepercipieerde belang van informatie en het gebruik van deze informatie. Het voornaamste gebruik van jaarrekeninginformatie is algemene kennisontwikkeling, daarnaast dient het eveneens voor het nemen van beleggingsbeslissingen. Dit laatste geldt slechts voor een klein percentage van de respondenten.

Naast ondernemingswijze bestudering van de informatiebehoeften bestaan er eveneens studies die zich richten op specifieke groepen van gebruikers. Het onderzoek van Vergoossen (1994) gaat in op het gebruik van financiële informatie door analisten. De voornaamste motivatie van analisten om gebruik te maken van jaarrapportinformatie betreft algemene oriëntatie. Van de financiële onderdelen van het financieel verslag geniet de geconsolideerde winst- en verliesrekening de meeste aandacht. Uit internationaal onderzoek

blijkt (Baker en Haslem, 1973, Epstein, 1975 en Lee en Tweedie, 1975, 1976) dat het belang van het jaarverslag, hoewel aanwezig, niet overschat dient te worden. Andere belangrijke informatiebronnen zijn aandelenhandelaren, adviesdiensten en de financiële pers (Baker en Haslem, 1973 en Epstein, 1975). Midden jaren negentig zijn deze studies herhaald (Anderson en Epstein, 1996 en Epstein en Pava, 1994). De resultaten tonen aan dat in vergelijking met de in de jaren zeventig uitgevoerde onderzoeken, Amerikaanse beleggers nu relatief een groter belang hechten aan jaarverslaginformatie. Het financieel verslag is momenteel de belangrijkste informatiebron. Echter, de uitkomsten voor de overige onderzochte landen (Australië en Nieuw-Zeeland) tonen deze ontwikkeling niet. Hoewel in deze periode frequent veranderingen in het jaarverslag doorgevoerd zijn, voldoet men nog steeds niet aan de roep om meer prospectief georiënteerde informatie op te nemen (Bartlett and Chandler, 1997). Ten slotte concluderen Bartlett and Chandler (1997, p. 260) 'Despite the major changes and assumed improvements in financial reporting ... we have to conclude that still much of the annual report is largely ignored by shareholders, or at best is read only briefly.'

Kritiek op dit type onderzoek richt zich voornamelijk op de hoge mate van aggregatie en de complicaties om de resultaten te generaliseren. Een ander kritiekpunt betreft het gebrek aan realiteit van het merendeel van deze studies. Daarom wordt in toenemende mate gebruikgemaakt van andere methoden om het gebruik van accountinginformatie te kunnen meten. Een voorbeeld daarvan vormen observatiestudies, zoals Breton & Tafler (1993) en met gebruikmaking van modernere hulpmiddelen Hunton & McEwen (1996). De voornaamste bevinding van deze studies betreft de wijze waarop gebruik wordt gemaakt van financiële verslagen door financieel analisten. Naarmate de ervaring van de gebruiker toeneemt, verandert de wijze waarop de ter beschikking staande informatie wordt gebruikt. Meer ervaren analisten hebben a-priori een verwachting over de aard van de informatie die zij denken aan te zullen treffen. Zij zoeken naar informatie die het gevormde beeld kan bevestigen of ontcrachten. Zij benutten het financieel verslag dus als een toetsingsinstrument.

Naast methoden die zich richten op de door analisten uitgevoerde activiteiten, bijvoorbeeld met behulp van protocolanalyses en experimenten, wordt ook gekeken naar de resultaten van het werk van analisten, de zogenaamde analistenrap-

porten. Met behulp van een analyse van de inhoud van deze rapporten, ook wel contentanalyse genoemd, wordt het belang van accountinginformatie vastgesteld. Biggs (1984) en Anderson (1988) zijn hier voorbeelden van.

3 Methodologie en respondenten

In totaal werden ruim 30 analisten benaderd voor deelname aan het onderzoek. In een speciaal belegde bijeenkomst voor leden van de Vereniging van Beleggingsanalisten (VBA) is het onderzoek gepresenteerd en is aan de aanwezigen gevraagd deel te nemen. Uiteindelijk hebben 21 analisten gehoor gegeven aan dit verzoek. Het onderzoek heeft in de periode 1998/1999 plaatsgevonden. Aan iedere deelnemer is voorafgaand aan het onderzoek een informatiepakket verstrekt, waarin het doel werd uitgelegd alsmede de te volgen werkwijze. Vervolgens is met iedere analist afzonderlijk een afspraak gemaakt om de vragenlijst in te vullen en de modeljaarrekening te analyseren onder begeleiding van de onderzoekers. Daarvoor is in principe een hele dag uitgetrokken. De uiteindelijk benodigde invultijd varieerde tussen de 4 en 8 uur per persoon.

De door de analisten ingevulde enquêtes bevatten vrijwel uitsluitend vragen die betrekking hebben op belang/gebruik-scores van de vermelde informatie-elementen, waarbij de antwoorden oplopen van totaal niet belangrijk (1) naar zeer belangrijk (5). Op basis van deze scores kan een onderscheid naar belang worden gemaakt. Hierbij doet zich echter een aantal problemen voor.

Uit de eerste analyses van de gegevens bleek dat het invullen door de respondenten op de door ons gehanteerde Likert-schaal een niet normale of 'scheve verdeling' heeft opgeleverd. Zoals te verwachten viel bij het vragen naar het belang van informatie-elementen is er een duidelijke overtekening naar hogere scores. De scheve verdeling in combinatie met het beperkte aantal respondenten (21) dat heeft deelgenomen aan het onderzoek, maakt het gebruik van parametrische methoden minder zinvol. Non-parametrische toetsen zijn in dit geval beter geschikt, omdat zij de veronderstelling van een normale frequentieverdeling niet als uitgangspunt nemen. Allereerst zijn de antwoorden van de analisten gerangschikt op basis van de gemiddelde rangorde, waarbij vervolgens gekeken is of hier sprake is van een consistente rangschikking (Kendall Coefficient of Concordance). Deze coëfficiënt geeft de mate van overeenstemming tussen de analisten over het belang van de verschillende informatie-elementen weer. Op basis hiervan is vervolgens een tweede test uitgevoerd, de 'Wilcoxon signed rank test'. Deze toets bepaalt

of het onderlinge verschil in rangorde tussen twee opeenvolgende informatie-elementen al dan niet significant is.

4 Resultaten

In deze paragraaf worden de resultaten besproken van de empirische analyse. Allereerst wordt ingegaan op de kenmerken van de in het onderzoek betrokken analisten (4.1). Vervolgens wordt informatie verstrekt over de door analisten gebruikte waarderingssystemen en de rol die jaarrekeninginformatie speelt binnen de activiteiten van analisten. In 4.3 staat het belang van de jaarrekening als informatiebron ten opzichte van andere bronnen centraal. Paragraaf 4.4 kijkt vervolgens naar het belang van onderdelen van de jaarrekening.

4.1 Kenmerken respondenten en gevolgde ondernemingen

Als eerste wordt ingegaan op de functie van de analisten. Uit tabel 1 komt naar voren dat 71% van de analisten werkzaam is als beleggingsanalist. De overige respondenten zijn werkzaam als vermogensbeheerder.

Tabel 1: Functie van de analisten

| | Aantal analisten | % |
|--------------------|------------------|------|
| Beleggingsanalist | 15 | 71,4 |
| Vermogensbeheerder | 6 | 28,6 |

Er is sprake van aanzienlijke ervaringsverschillen in de huidige functie, hetgeen is af te leiden uit tabel 2. Bijna de helft van de analisten is minder dan 3 jaar werkzaam in de huidige functie.

Tabel 2: Ervaring in huidige functie

| | Aantal analisten | % |
|------------|------------------|------|
| 1-3 jaar | 10 | 47,6 |
| 4-6 jaar | 6 | 28,6 |
| 7-9 jaar | 2 | 9,5 |
| 10-12 jaar | 1 | 4,8 |
| 13-15 jaar | 2 | 9,5 |

De tijd die een analist per jaarrekening spendeert, varieert aanzienlijk (tabel 3, zie p. 425). De mediaan ligt bij 61-120 minuten per financieel verslag. Uit tabel 4 (p. 425) valt af te leiden dat het mediane aantal verslagen dat jaarlijks wordt doorgenomen, tussen de 31 en 40 ligt. Ook het aantal ondernemingen dat men volgt, wisselt aanzienlijk, hetgeen is weergegeven in tabel 5 (zie p. 425).

Tabel 3: Tijdsbesteding per jaarverslag

| <i>In minuten per verslag</i> | <i>Aantal analisten</i> | <i>%</i> |
|-------------------------------|-------------------------|----------|
| 0-60 | 6 | 28,6 |
| 61-120 | 5 | 23,8 |
| 121-180 | 2 | 9,5 |
| 181-240 | 3 | 14,3 |
| 241-300 | 2 | 9,5 |
| 301> | 1 | 4,8 |
| Geen antwoord | 2 | 9,5 |

Tabel 4: Aantal bestudeerde jaarverslagen per jaar

| | <i>Aantal analisten</i> | <i>%</i> |
|-------------------------|-------------------------|----------|
| Minder dan 10 verslagen | 3 | 14,3 |
| 11- 20 verslagen | 5 | 23,8 |
| 21- 30 verslagen | 1 | 4,8 |
| 31- 40 verslagen | 4 | 19,0 |
| 41- 50 verslagen | 3 | 14,3 |
| 51-100 verslagen | 0 | 0 |
| Meer dan 100 verslagen | 2 | 9,5 |
| Geen antwoord | 3 | 14,3 |

Tabel 5: Aantal gevolgde ondernemingen

| | <i>Aantal analisten</i> | <i>%</i> |
|---------------------------|-------------------------|----------|
| 0- 10 ondernemingen | 7 | 33,3 |
| 11- 20 ondernemingen | 6 | 28,6 |
| 21- 50 ondernemingen | 5 | 23,8 |
| Meer dan 50 ondernemingen | 2 | 9,5 |
| Geen antwoord | 1 | 4,8 |

Op basis van de resultaten uit de tabellen 4 en 5 kan worden geconcludeerd dat het aantal financiële verslagen dat een analist raadpleegt, omvangrijker is dan het aantal ondernemingen die hij volgt. Dit kan bijvoorbeeld zijn, omdat bij het uitvoeren

van een ondernemingsanalyse een concurrentie-analyse noodzakelijk is, waarvoor de jaarrapporten van de concurrenten noodzakelijk zijn.

In dit onderzoek zijn twee soorten analisten betrokken, te weten beleggingsanalisten en vermogensbeheerders. Tabel 6 toont de uitkomsten van de uitgevoerde Mann-Whitney U test, waarbij gekeken is of er verschillen bestaan tussen financieel analisten en vermogensbeheerders. Er blijkt sprake te zijn van verschillen met betrekking tot het aantal jaren ervaring. Vermogensbeheerders beschikken over een grotere mate van ervaring. Een mogelijke verklaring hiervoor kan zijn dat eerst een aantal jaren ervaring wordt opgedaan als beleggingsanalist, om vervolgens door te groeien naar de functie van vermogensbeheerder. Voor het gebruik van financiële verslagen, het aantal jaarverslagen dat wordt doorgenomen en de tijdsbesteding per jaarverslag geldt het tegenovergestelde; daar zien we juist dat beleggingsanalisten meer gebruikmaken van verslagen en daar meer tijd aan besteden dan vermogensbeheerders. Een verklaring kan zijn dat vermogensbeheerders, door de wijze waarop zij informatie krijgen aangeleverd en vervolgens beslissingen nemen, minder frequent naar de basisbron terug hoeven te keren.

Jaarrekeninginformatie vormt een belangrijke bron van informatie over ondernemingen, zowel voor analisten als vermogensbeheerders. Tussen beide groepen van gebruikers bestaan echter wel duidelijke verschillen in de mate van gebruik en het aantal bestudeerde jaarverslagen.

4.2 Toepassing van waarderingsmodellen en doel van het gebruik van jaarrekeninginformatie

In deze paragraaf gaan we in op het specifieke gebruik en doel van jaarrekeninginformatie, in de

Tabel 6: Testresultaten van de verschillen tussen vermogensbeheerders en beleggingsanalisten

| <i>Mann-Whitney U test</i> | <i>Gem. fin. analisten</i> | <i>Gem. verm. beheerders</i> | <i>Variatie</i> | <i>U</i> | <i>p-value (tweezijdig)</i> |
|---|----------------------------|------------------------------|-----------------|----------|-----------------------------|
| Aantal jaren ervaring als analist | 7 | 17 | 1-40 | 18 | 0,036* |
| Aantal jaren werkzaam in huidige functie | 4 | 5,5 | 1-15 | 15,5 | 0,018* |
| Aantal sectoren dat wordt gevolgd | 1,1 | 2,75 | 0-84 | 1,5 | 0,791 |
| Aantal ondernemingen dat wordt gevolgd | 17 | 22 | 0-200 | 45 | 1,000 |
| Aantal analisten werkzaam binnen de eigen organisatie | 7 | 11 | 0-15 | 20 | 0,055 |
| Aantal jaarverslagen dat jaarlijks wordt doorgenomen | 26 | 39 | 5-125 | 18,5 | 0,036* |
| Tijdsbesteding per jaarverslag | 220 | 124 | 30-1440 | 19 | 0,045* |
| Frequentie aanpassing investeringsadvies per jaar | 4 | 5 | 0-24 | 30 | 0,267 |

* significant op 5%-niveau; U = het aantal malen dat een waarde voor de financieel analisten afwijkt van de waarde voor de vermogensbeheerders.

Tabel 7: Gemiddelde rangorde van de door analisten gebruikte waarderingsmodellen¹

| <i>Waarderingsmodel</i> | <i>Wilcoxon signed rank test²</i> | <i>Gemiddelde rang³</i> | <i>Gemiddelde⁴</i> | <i>Standaarddeviatie⁵</i> |
|---|--|------------------------------------|-------------------------------|--------------------------------------|
| Fundamentele analyse | 0,00 | 9,18 | 4,76 | 0,44 |
| Ratio analyse | 0,94 | 7,10 | 3,81 | 1,12 |
| Discounted cash flow-modellen | 0,20 | 6,72 | 3,81 | 1,40 |
| Prijs cash flow-modellen | 0,42 | 6,00 | 3,35 | 1,27 |
| KW modellen | 0,44 | 5,43 | 3,05 | 1,24 |
| Dividend yield-modellen | 0,68 | 4,88 | 2,86 | 1,01 |
| Dividend discount-modellen | 0,62 | 4,68 | 2,71 | 1,27 |
| Net asset value | 0,92 | 4,20 | 2,62 | 1,12 |
| Technische analyse | 0,09 | 4,07 | 2,57 | 1,47 |
| Beta-analyse | | 2,75 | 1,90 | 0,83 |
| Kendall's Coefficient of Concordance ⁶ : W=0.41 p value =0.000 n=21 | | | | |
| 1 Een voorbeeld van een op vergelijkbare wijze uitgevoerde analyse is Barker (1999). | | | | |
| 2 Op basis van de gemiddelde rangorde van de antwoorden van de respondenten is de Wilcoxon signed rank test uitgevoerd. Deze toetst of het onderlinge verschil in rangorde tussen twee opeenvolgende instrumenten significant is. | | | | |
| 3 Gemiddelde rangorde van de scores. Van de scores van iedere analist afzonderlijk is een rangorde gemaakt, per onderdeel zijn de rangordes opgeteld en gedeeld door het aantal analisten om tot een gemiddelde rangorde per onderdeel te komen. | | | | |
| 4 Gemiddelde score voor alle analisten per onderdeel (van 1 tot 5). | | | | |
| 5 Standaarddeviatie, spreidingsmaat die aangeeft in hoeverre de scores van de analisten afwijken van de gemiddelde score per onderdeel. | | | | |
| 6 Deze coëfficiënt geeft de mate van overeenstemming in de rangorde van de antwoorden van de respondenten aan. De score op deze coëfficiënt kan variëren van 0 tot 1. Een score van 0 geeft aan dat er geen overeenstemming is tussen verschillende analisten. Een score van 1 geeft aan dat alle analisten tot een zelfde rangschikking zijn gekomen. Een significante waarde op deze toets geeft aan dat er in voldoende mate overeenstemming bestaat tussen de analisten over het belang van de verschillende instrumenten. Dit maakt het mogelijk om op basis van de mean rank (gemiddelde rangorde) naar de dataset te kijken. | | | | |

opvatting van financieel analisten. De informatie in tabel 7 toont aan dat analisten gebruikmaken van veel verschillende waarderingsmodellen. Fundamentele analyse wordt significant meer gebruikt dan de andere modellen, terwijl beta-analyse significant minder vaak wordt gebruikt (10%-niveau). De hoge plaats van fundamentele analyse is niet verwonderlijk. Traditioneel is dit de methode waarvan analisten gebruikmaken voor het uitvoeren van hun activiteiten. Daar tegenover staat dat methoden waarbij wordt gebruikgemaakt van historische koersgegevens, te weten technische en beta-analyse, minder populair zijn. Met betrekking

tot de overige waarderingsmodellen is geen uitspraak te doen over de voorkeuren van analisten. Diverse methoden om tot een waardering van een beursfonds te komen, worden gebruikt.

Deze studie concentreert zich primair op het gebruik van jaarrekeninginformatie door analisten, daarom is allereerst gekeken naar de motivatie van analisten om gebruik te maken van jaarrekeninginformatie.

Uit tabel 8 blijkt dat analisten het meest frequent gebruikmaken van jaarrekeninginformatie voor

Tabel 8: Doel van het gebruik van jaarrekeninginformatie

| <i>Doel</i> | <i>Wilcoxon signed rank test</i> | <i>Gemiddelde rang</i> | <i>Gemiddelde</i> | <i>Standaarddeviatie</i> |
|--|----------------------------------|------------------------|-------------------|--------------------------|
| Investeringsadvies | 0,08 | 2,84 | 3,86 | 1,28 |
| Beleggingsbeslissingen | 0,86 | 2,66 | 3,57 | 1,28 |
| Algemene oriëntatie | 0,05 | 2,50 | 3,62 | 1,28 |
| Kredietbeslissingen | | 2,00 | 2,58 | 1,64 |
| Kendall's Coefficient of Concordance: W=0,109 p value=0,102 n=21 | | | | |

Tabel 9: Belang van verschillende informatiebronnen voor investeringsbeslissingen

| | <i>Wilcoxon signed rank test</i> | <i>Gemiddelde rang</i> | <i>Gemiddelde</i> | <i>Standaard-deviatie</i> |
|---|----------------------------------|------------------------|-------------------|---------------------------|
| Contact met het management | 0,10 | 8,13 | 4,52 | 0,81 |
| Bedrijfsbezoeken | 0,85 | 7,43 | 4,38 | 1,81 |
| Analistenpresentaties | 0,48 | 7,40 | 4,33 | 0,73 |
| Bedrijfstakstatistieken | 0,68 | 7,15 | 4,24 | 0,83 |
| Meest recente jaarverslag | 0,61 | 6,82 | 4,24 | 1,04 |
| Tussentijdse cijfers (halfjaar) | 0,86 | 6,55 | 4,00 | 1,08 |
| Emissieprospectussen | 0,72 | 6,30 | 3,95 | 1,12 |
| Persberichten van de onderneming | 0,10 | 6,07 | 3,81 | 1,17 |
| Jaarverslagen voorgaande jaren | 0,53 | 4,32 | 3,43 | 0,98 |
| Rapporten van andere analisten | 0,00 | 4,13 | 3,11 | 1,04 |
| Aandeelhoudersvergadering | | 1,70 | 2,05 | 0,81 |
| Kendall's Coefficient of Concordance: $W=0,400$ p value= $0,000$ $n=21$ | | | | |

het nemen van investeringsadviezen, en daarna voor het nemen van beleggingsbeslissingen. Voor het nemen van kredietbeslissingen maken zij het minst van dergelijke informatie gebruik. Daarbij moet worden opgemerkt dat de populatie voornamelijk bestaat uit beleggingsanalisten, niet uit kredietanalisten, hetgeen een mogelijke verklaring kan zijn voor deze uitkomsten.

4.3 Het belang van de jaarrekening ten opzichte van andere informatiebronnen

In het onderzoek is verder ingegaan op het gepercipieerde belang van de verschillende informatiebronnen die analisten ter beschikking hebben. Het blijkt dat analisten het directe contact met het management als de voornaamste informatiebron beschouwen. De vraag is echter of deze informatiebron wel altijd ter beschikking staat, in tegenstelling tot bijvoorbeeld de jaarrapporten (tabel 9). Het jaarverslag en bijvoorbeeld bedrijfsbezoeken zijn opgenomen in een tweede categorie. Aan het belang van de aandeelhoudersvergadering, alsmede aan het werk van collega's en jaarverslagen uit voorgaande jaren wordt duidelijk minder belang gehecht.

Om te kunnen beoordelen of er in de loop van de tijd in het gebruik van specifieke informatiebronnen verschillen zijn opgetreden, is tabel 10 opgenomen. Indien we de rangorde uit dit onderzoek vergelijken met de rangorde op basis van de door Vergoossen uitgevoerde studie, zou de conclusie kunnen worden getrokken dat het directe contact met het management aan belang gewonnen heeft ten koste van het jaarverslag. De rangschikking van de overige informatiebronnen stemt met elkaar overeen³. Wel dient hierbij te worden geconstateerd dat een alternatieve verklaring kan liggen in de verschillende wijze waarop de

twee onderzoeken zijn vormgegeven. Vergoossen maakte gebruik van een aselecte steekproef onder alle leden van de Vereniging van Beleggingsanalisten (VBA), terwijl in het huidige onderzoek een selecte steekproef gehouden is onder beleggingsanalisten en vermogensbeheerders in het algemeen. VBA-lidmaatschap is niet gebruikt als selectiecriteria.

Tabel 10: Vergelijking huidige studie met Vergoossen (1994)

| | <i>Huidige studie</i> | <i>Vergoossen (1994)</i> |
|-----------------------------------|-----------------------|--------------------------|
| Direct contact met de onderneming | 1 | 2 |
| Jaarverslagen | 2 | 1 |
| Interim-rapportages | 3 | 3 |
| Emissieprospectussen | 4 | 4 |
| Persberichten | 5 | 5 |
| Kranten e.d. | 6 | 6 |
| Rapporten van andere analisten | 7 | 7 |

In tabel 11(p. 428) is vervolgens een overzicht opgenomen van het belang dat aan de verschillende onderdelen van het financieel verslag wordt toegekend. Hiermee wordt bedoeld de jaarrekening, het jaarverslag en de overige gegevens, preadvies van commissarissen en andere informatie. Deze tabel laat zien dat aan de jaarrekening het meeste belang wordt toegekend, gevolgd door het meerjarenoverzicht. Op de derde plaats volgt het jaarverslag (directieverslag).

4.4 Het belang van informatie in de jaarrekening

In deze paragraaf wordt gekeken naar het belang

Tabel 11: Wilcoxon signed rank test gemiddelde rangorde op onderdelen van financieel verslag

| | <i>Wilcoxon signed rank test</i> | <i>Gemiddelde rang</i> | <i>Gemiddelde</i> | <i>Standaard-deviatie</i> |
|--|----------------------------------|------------------------|-------------------|---------------------------|
| Jaarrekening | 0,05 | 7,71 | 4,76 | 0,44 |
| Meerjarenoverzichten | 0,64 | 7,02 | 4,38 | 0,92 |
| Jaarverslag (directieverslag) | 0,14 | 6,93 | 4,19 | 1,08 |
| Kerngegevens | 0,89 | 5,64 | 3,62 | 1,32 |
| Aandeelhoudersinformatie (winstbestemming) | 0,01 | 5,60 | 3,71 | 1,19 |
| Voorwoord RvB | 0,36 | 4,00 | 2,67 | 1,15 |
| Accountantsverklaring | 1,00 | 3,21 | 2,33 | 1,35 |
| Personalia RvB | 0,05 | 2,67 | 2,29 | 0,85 |
| Verslag van de RvC | | 2,21 | 1,86 | 0,91 |
| Kendall's Coefficient of Concordance: W=0,63 p value=0,00 n=21 | | | | |

van de informatie die wordt verstrekt in de jaarrekening. Daarbij worden twee verschillende niveaus onderscheiden:

- *Hoofdonderdelen van de jaarrekening.* Hiermee worden bedoeld de geconsolideerde balans, geconsolideerde winst- en verliesrekening, de toelichting op de geconsolideerde jaarrekening, vennootschappelijke balans, vennootschappelijke winst- en verliesrekening en het kasstroomoverzicht;.
- *Jaarrekeningonderwerpen.* Als voorbeeld wordt genoemd immateriële vaste activa of stelselwijzigingen.

Allereerst is gekeken naar het belang dat wordt toegekend aan de hoofdonderdelen van de jaarrekening. Uit de resultaten van deze analyse blijkt

dat de toelichting op de geconsolideerde jaarrekening het belangrijkste hoofdonderdeel van de jaarrekening is.⁴

Het belang van de overige onderdelen is weergegeven in tabel 12. Ter vergelijking zijn de resultaten van het onderzoek van Vergoossen (1994) opgenomen in tabel 13. Ook hiervoor geldt de opmerking dat er sprake is van een verschil in benadering van de aan het onderzoek deelnemende respondenten, wat een alternatieve verklaring kan vormen voor de verschillen in uitkomsten. Uit tabel 13 blijkt dat er een wijziging opgetreden is in het soort informatie die analisten van belang vinden. De toelichting op de geconsolideerde jaarrekening heeft aan belang gewonnen ten opzichte

Tabel 12: Belang van onderdelen van de jaarrekening

| | <i>Wilcoxon signed rank test</i> | <i>Gemiddelde rang</i> | <i>Gemiddelde</i> | <i>Standaard-deviatie</i> |
|---|----------------------------------|------------------------|-------------------|---------------------------|
| Toelichting op de geconsolideerde jaarrekening | 0,66 | 4,55 | 4,71 | 0,56 |
| Geconsolideerde winst- en verliesrekening | 1,00 | 4,32 | 4,67 | 0,66 |
| Geconsolideerde balans | 0,58 | 4,32 | 4,67 | 0,66 |
| Kasstroomoverzicht | 0,00 | 4,25 | 4,55 | 0,69 |
| Vennootschappelijke balans | 0,16 | 1,88 | 2,71 | 1,27 |
| Vennootschappelijke winst- en verliesrekening | | 1,67 | 2,43 | 1,16 |
| Kendall's Coefficient of Concordance: W=0,741 p value=0,00 n=21 | | | | |

Tabel 13: Vergelijking met eerder onderzoek

| | <i>Huidige studie</i> | <i>Vergoossen (1994)</i> |
|--|-----------------------|--------------------------|
| Toelichting op de geconsolideerde jaarrekening | 1 | 3 |
| Geconsolideerde winst- en verliesrekening | 2 | 1 |
| Geconsolideerde balans | 3 | 2 |
| Kasstroomoverzicht | 4 | 4 |
| Vennootschappelijke balans | 5 | 5 |
| Vennootschappelijke winst- en verliesrekening | 6 | 6 |

Tabel 14: Belang van de informatie-elementen gegroepeerd naar jaarrekeningonderdelen

| Item | Wilcoxon signed rank test | Gemiddelde rang | Gemiddelde | Standaard-deviatie |
|---|---------------------------|-----------------|------------|--------------------|
| Hoogste score | | | | |
| Winst- en verliesrekening | 0,32 | 17,00 | 4,78 | 0,43 |
| Stelselwijzigingen | 1,00 | 17,00 | 4,67 | 0,59 |
| Fusies, overnames en afstotingen | 0,66 | 17,00 | 4,62 | 0,67 |
| Segmentatie | 0,56 | 17,00 | 4,56 | 0,73 |
| Kasstroomoverzicht | 0,66 | 16,33 | 4,55 | 0,89 |
| Eigen vermogen | 0,56 | 16,00 | 4,59 | 0,62 |
| Winst per aandeel | 0,04 | 15,17 | 4,61 | 0,61 |
| Midden score | | | | |
| Belastingen | 0,66 | 14,00 | 4,11 | 0,96 |
| Voorzieningen | 0,52 | 13,25 | 4,32 | 0,82 |
| Toelichting (overige informatie) | 0,22 | 12,58 | 4,15 | 0,99 |
| Gebeurtenissen na balansdatum | 0,07 | 12,42 | 4,48 | 0,51 |
| Laagste score | | | | |
| Vlottende Activa | 0,48 | 12,25 | 3,92 | 0,79 |
| Vorraden | 0,88 | 11,75 | 4,00 | 1,21 |
| Immateriële vaste activa | 0,45 | 11,42 | 4,06 | 0,90 |
| Vreemde valuta | 0,37 | 11,25 | 4,15 | 0,75 |
| Lease contracten | 0,18 | 11,25 | 3,94 | 1,00 |
| Niet in de balans opgenomen verplichtingen | 0,76 | 11,08 | 3,81 | 1,08 |
| Afgeleide financiële instrumenten | 0,33 | 10,58 | 3,71 | 1,19 |
| Overheidssubsidies | 0,56 | 10,25 | 4,05 | 1,10 |
| Materiële vaste activa | 1,00 | 10,00 | 4,26 | 0,93 |
| Schulden | 0,26 | 9,25 | 4,17 | 0,99 |
| Financiële vaste activa | 0,76 | 9,25 | 3,94 | 0,94 |
| Consolidatie | 0,13 | 7,50 | 3,93 | 1,00 |
| Risico's samenhangend met FI | | 6,42 | 3,67 | 1,11 |
| Kendall's Coefficient of Concordance: W=0,29 p value=0,016 n=21 | | | | |

van zowel de geconsolideerde winst- en verliesrekening als balans.

Vervolgens richt de analyse zich op de jaarrekeningonderwerpen.⁵ Algemeen kan uit de resultaten van het onderzoek worden afgeleid dat analisten aan bepaalde jaarrekeningonderdelen meer belang hechten dan aan andere. De meningen van de analisten zijn op hoofdlijnen voldoende consistent om te kunnen aangeven aan welke onderdelen meer of minder belang wordt gehecht. In tabel 14 worden op basis van de analyse resultaten inzake het toegekende belang drie verschillende groepen onderscheiden. Allereerst is een gemiddelde rangorde (mean rank) per onderdeel bepaald op basis van het door analisten toegekende belang per onderdeel. Vervolgens heeft de indeling naar de drie groepen plaatsgevonden op basis van statistische toetsing van elk opeenvolgend onderdeel. Indien tussen twee opeenvolgende onderdelen een significant verschil optreedt, is

een volgende groep onderscheiden. Zo blijkt tussen de onderdelen winst per aandeel en belastingen een significant verschil te bestaan in gemiddelde rangorde. Datzelfde geldt voor het onderdeel gebeurtenissen na balansdatum en vlottende activa. Tussen alle andere onderdelen bleken wel verschillen te bestaan, maar deze waren niet significant.

Opvallend in bovenstaand overzicht is met name dat financieel analisten minder belang hechten aan 'moderne' onderwerpen, als immateriële vaste activa, afgeleide financiële instrumenten, en risico's samenhangend met financiële instrumenten. Niet uitgesloten moet worden dat dit mede samenhangt met de geringe ervaring die met deze onderwerpen is opgedaan en dat in de toekomst het beeld hieromtrent kan veranderen. Een ander onderwerp is de informatieverschaffing over personeelsopties. Deze zijn begrepen in het onderwerp 'eigen vermogen' en worden door analisten

wel van groot belang geacht. Voorts is opvallend het relatieve geringe belang van niet in de balans opgenomen verplichtingen.

5 Samenvatting

In dit artikel is de rol besproken die financiële jaarrekeninginformatie speelt in het besluitvormingsproces van analisten. In eerste instantie is aandacht besteed aan eerder gebruikersonderzoek. Gebruik van accountinginformatie kan globaal langs een tweetal verschillende niveaus worden gemeten, te weten een 'outputniveau', waarbij een marktreactie (prijs of volume) gerelateerd wordt aan de aanwezigheid of afwezigheid van informatie (bijvoorbeeld studies naar marktreacties) en een 'inputniveau', waarbij aan gebruikers van financiële informatie een oordeel daarover gevraagd wordt te geven. De belangrijkste conclusie is allereerst dat jaarrekeninginformatie frequent wordt gebruikt door financieel analisten. Informatie die bijdraagt aan een verdere detaillering van het beeld van een organisatie, zoals gesegmenteerde informatie en vergelijkende cijfers in geval van fusies en overnames, wordt door het merendeel van de analisten uitermate belangrijk gevonden. Ook is duidelijk dat jaarrekeninginformatie zeker niet de enige bron van informatie is voor analisten. De jaarrekening bevat betrouwbare informatie, maar vormt niet de meest tijdige bron van informatie om toekomstige ontwikkelingen goed te kunnen inschatten. Voor een goede inschatting van de ontwikkeling van trends en richtingen binnen een onderneming, maken analisten gebruik van contacten die zij hebben met het management, halfjaarcijfers en andere periodiek gedurende het jaar verschijnende informatiebronnen. Ten opzichte van eerdere studies blijkt dat directe contacten met de onderneming aan belang hebben gewonnen. Tijdigheid van informatie speelt hierbij een belangrijke rol. Tussentijdse berichtgeving kan bijdragen aan de verbetering van de kwaliteit, door de tijdigheid te vergroten.

LITERATUUR

- Anderson, M.J., (1988), A comparative analysis of information search and evaluation behavior of professional and non-professional financial analysts, in: *Accounting Organizations and Society*, 13(5), pp. 431-446.
- Anderson, R.J. en M.J. Epstein, (1996), *The usefulness of corporate annual reports to shareholders in Australia, New Zealand, and the United States: An international comparison*, JAI Press, London.
- Baker, H.K. en J.A. Haslem, (1973), Information needs of individual investors, in: *Journal of Accountancy*, November, pp. 64-69.
- Ball, R. en P. Brown, (1968), An empirical evaluation of accounting income numbers, in: *Journal of Accounting Research* 6, pp. 159-178.
- Barker, R.G., (1999), Survey and market-based evidence of industry-dependence in analysts' preferences between the dividend yield and price-earnings ratio valuation models, in: *Journal of Business Finance & Accounting*, 26(3/4), pp. 393-417.
- Bartlett, S.A. en R.A. Chandler, (1997), The corporate report and the private shareholder: Lee and Tweedie twenty years on, in: *British Accounting Review*, 29, pp. 245-261.
- Belkaoui, A.R., (1992), *Accounting Theory*, Academic Press, London.
- Biggs, S.F., (1984), Financial analysts' information search in the assessment of corporate earnings power, in: *Accounting Organizations and Society*, 9, pp. 313-323.
- Breton, G. en R.J. Taffler, (1995), Creative accounting and investment analyst response, in: *Accounting and Business Research*, 25(98), pp. 81-92.
- Bouwman, M.J., P.A. Frishkoff en P. Frishkoff, (1987), How do financial analysts make decisions? A process model of the investment screening decision, in: *Accounting Organizations and Society*, 12(1), pp. 1-29.
- Bouwman, M.J., P.A. Frishkoff en P. Frishkoff, (1995), The relevance of GAAP-based information: A case study exploring some uses and limitations, in: *Accounting Horizons*, 9(4), pp. 22-47.
- Epstein, M.J., (1975), *The usefulness of annual reports to corporate shareholders*. California State University, Los Angeles.
- Epstein, M.J. en M.L. Pava, (1994), *The shareholder's use of corporate annual reports*, JAI Press, London.
- Hellman, N., (1996), What causes investor action? in: *European Accounting Review* 5(4), pp. 671-691.
- Hunton, J. en R.A. McEwen, (1997), An assessment of the relation between analysts' earnings forecast accuracy, motivational incentives, and cognitive information search strategy, in: *Accounting Review*, 72(4), pp. 497-515.
- Klaassen, J. en H. Schreuder, (1980), *Het financiële jaarverslag van ondernemingen – een onderzoek onder gebruikers*, Stenfert Kroese, Leiden.
- Lee, T.A. en D.P. Tweedie, (1975), Accounting information: An investigation of private shareholder usage, in: *Accounting & Business Research*, Autumn, pp. 280-291.
- Lee, T.A. en D.P. Tweedie, (1976), The private shareholder: His sources of financial information and his understanding of reporting practices, in: *Accounting & Business Research*, Autumn, pp. 304-314.
- Richardson, A.J. en M. Gibbins, (1988), Behavioral research on the production and use of financial

information, in: *Behavioral research: A critical perspective*, K. Ferris (eds), pp. 15-45.

Vergoossen, R., (1994), *Accounting Changes and the use of Financial Statements. A Study Among Investment Analysts*, All In Verhagen, Naarden.

NOTEN

1 Dit artikel is gebaseerd op hoofdstuk 3 van het onderzoek naar de kwaliteit van externe verslaggeving in Nederland, uitgevoerd door het Limperg Instituut.

2 Accountinginformatie wordt hier omschreven als financiële en niet-financiële informatie die door middel

van externe verslaggeving door ondernemingen wordt verstrekt.

3 Hierbij zijn alleen de onderdelen die in beide onderzoeken opgenomen staan, meegenomen.

4 In het onderzoek van Vergoossen (1994) bleek overigens dat analisten de geconsolideerde winst- en verliesrekening zelf het belangrijkste onderdeel vonden.

5 Voor een uitgebreide beschrijving van deze resultaten wordt verwezen naar het eindrapport van het Limperg Instituut over de kwaliteit van externe verslaggeving in Nederland.