



## Herwaardering als laatste stuiptrekking

**Auteur(s):**Pompe, P.P.M.  
Bilderbeek, J.*De auteurs zijn respectievelijk als promovendus en als hoogleraar Financieel Management en Bedrijfseconomie verbonden aan de afdeling Financieel Management en Bedrijfseconomie van de Faculteit Technologie en Management, Universiteit Twente.***Verschenen in:**

ESB, 86e jaargang, nr. 4292, pagina 80, 26 januari 2001

**Rubriek:****Trefwoord(en):**

faillissement

*Als de balans van een onderneming er niet zo gunstig uitziet, is het hoger waarderen van activa aantrekkelijk. Herwaarderen gaat dan ook regelmatig aan faillissement vooraf.*

**Er wordt wel beweerd dat ondernemingen in de periode kort vóór een faillissement de neiging hebben om creatief boekhouden toe te passen. Een mogelijkheid om de balans wat op te poetsen, is het herwaarderen van vaste activa. Een bedrijfspand dat twintig jaar geleden is gekocht en dat nog voor de aankoopwaarde op de balans staat, zou bijvoorbeeld een hogere boekwaarde kunnen krijgen. Hoewel door de herwaardering het eigen vermogen stijgt en daarmee de solvabiliteitspositie verbetert, gebeurt er feitelijk vanzelfsprekend niets. Toch bestaat er waarschijnlijk de hoop dat degenen die de onderneming kritisch beoordelen - crediteuren, kredietverschaffers - de balans als positiever zullen ervaren.**

Het doel van het onderzoek dat in dit artikel wordt beschreven, is vast te stellen of de propositie kan worden gehandhaafd dat ondernemingen die zich kort vóór het moment van failleren bevinden, vaker herwaarderen dan gezonde ondernemingen<sup>1</sup>. Tegenwoordig is het eenvoudiger om grote hoeveelheden jaarrekeningen te verzamelen. In dit onderzoek is gebruik gemaakt van een grote verzameling jaarrekeningen afkomstig van lopende en gefailleerde Belgische ondernemingen.

### Omgaan met herwaardering

Er is veel onderzoek verricht naar het voorspellen van faillissementen door middel van modellen die de relatie beschrijven tussen een naderend faillissement en een aantal verklarende financiële ratio's<sup>2</sup>. Deze ratio's kunnen berekend worden met informatie uit de jaarrekening van een onderneming. Het gaat om algemeen bekende ratio's, die een indruk geven van verschillende aspecten van de financiële situatie van een onderneming: rentabiliteitsratio's, liquiditeitsratio's, activiteitsratio's en solvabiliteitsratio's. Het uiteindelijke doel is het verkrijgen van een instrument om een faillissement vroegtijdig te kunnen signaleren. Bij het afleiden van een faillissementsmodel wordt gebruik gemaakt van een steekproef met jaarrekeningen. Na het afleiden van een model wordt voor het vaststellen van de voorspellingskracht van het model een controlesteekproef gebruikt. Beide verzamelingen bevatten jaarrekeningen van de klasse 'lopend' en de klasse 'failliet', afkomstig van respectievelijk lopende en gefailleerde ondernemingen.

Voordat het model kan worden afgeleid en de voorspellingskracht kan worden vastgesteld, moeten de jaarrekeningen vergelijkbaar worden gemaakt. Verschillen in opbouw van balans en resultatenrekening, in naamgeving van posten en in waarderingsgrondslagen, moeten zoveel mogelijk worden gereduceerd. In België zijn jaarrekeningen door het gebruik van gestandaardiseerde schema's al grotendeels vergelijkbaar. In het waarderen van vaste activa kunnen echter verschillen bestaan. Slechts een kleine groep ondernemingen maakt gebruik van de mogelijkheid om te herwaarderen<sup>3</sup>. Bij Belgische industriële ondernemingen (uit onze dataverzameling) van ouder dan acht jaar is dat bijvoorbeeld ongeveer zes procent (zie [tabel 1a](#) en [tabel 1b](#)). Aangezien herwaarderingsmeerwaarden een onderdeel vormen van het eigen vermogen, verbetert herwaarderen de verhouding tussen het eigen en vreemde vermogen zonder dat er wezenlijk iets verandert. Bij het afleiden van een faillissementsmodel moeten dergelijke oneigenlijke verschillen worden vermeden. Er zou dus een correctie in de jaarrekeningen van herwaarderende ondernemingen moeten plaatsvinden. Helaas is de informatie in de jaarrekening beperkt en is een correctie alleen mogelijk door uit te gaan van vele aannamen. Dit leidt tot een enigszins arbitraire correctie en daarom wordt er bij de afleiding van een faillissementsmodel ook wel voor gekozen om niet te corrigeren.

**Tabel 1a****Tabel 1a. Herwaardering en faillissement bij oude en jonge ondernemingen; oude ondernemingen**

	oude ondernemingen				
	jaren tot faillisse- ment	aantal	herwaar- deringsmeer- waarden > 0	percen- tage	> mediaan (0,143)
<b>failliet</b>	1	556	79	14,2	71%
	2	476	45	9,5	71%

	3	424	34	8,0	64%
	4	370	24	6,5	58%
	5	322	23	7,1	48%
<b>lopend</b>		1500	96	6,4	50%

**Tabel 1b**

**Tabel 1b. Herwaardering en faillissement bij oude en jonge ondernemingen; jonge ondernemingen**

jonge ondernemingen						
	jaren tot faillissement	aantal	herwaar- deringsmeer- waarden > 0	percen- tage	> mediaan (0,143)	totaal
<b>failliet</b>	1	732	19	2,6	79%	1288
	2	492	9	1,8	56%	968
	3	342	4	1,2	50%	766
	4	234	2	0,9	50%	604
	5	132	1	0,8	-	454
<b>lopend</b>		1500	16	1,1	44%	3000

### Discriminatie

Een ander interessant aspect van herwaardering is de mogelijkheid van een discriminerende werking. Dit is het geval wanneer ondernemingen die zich kort vóór het moment van failleren bevinden, vaker herwaarderden dan gezonde ondernemingen. Slechts het feit dat een onderneming herwaardeert, vergroot dan al de kans dat de onderneming bij de klasse 'failliet' hoort. In die situatie zou het zinvol kunnen zijn om een dummyvariabele in het faillissementsmodel op te nemen die aangeeft of een onderneming herwaardering toepast of niet. Ook is het voorstelbaar dat herwaarderende ondernemingen geneigd zijn om kort vóór het faillissement zoveel mogelijk vaste activa te herwaarderden, terwijl in een gezonde situatie gemiddeld een kleiner deel van de vaste activa wordt geherwaardeerd. Niet alleen het wel of niet herwaarderden, ook de relatieve omvang van de herwaardering heeft dan een discriminerende waarde. In die situatie is het mogelijk de moeite waard om de ratio 'herwaarderingsmeerwaarden/vaste activa' in het onderzoek te betrekken.

Het meenemen van deze twee variabelen staat los van het al dan niet corrigeren van jaarrekeningen. Men kan er bijvoorbeeld voor kiezen om de ratio 'herwaarderingsmeerwaarden/vaste activa' in het model op te nemen en daarnaast voor de berekening van de overige ratio's in het model jaarrekeningen van herwaarderende ondernemingen te corrigeren.

### Gebruikte data

De centrale bank van België plaatst jaarrekeningen op een cd-rom van ondernemingen die onderworpen zijn aan de openbaarmaking van hun jaarrekening. Onder deze ondernemingen bevinden zich onder meer alle naamloze vennootschappen en alle besloten vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid. In dit onderzoek konden we beschikken over de cd-rom's uit de jaren 1988 tot en met 1994. We hebben ons gericht op één sector; alleen jaarrekeningen van vennootschappen uit de sector industrie zijn van de cd-rom's gehaald. De trekking was aselekt wat betreft de leeftijd en grootte van ondernemingen. Het betreft dezelfde dataverzameling als gebruikt in het eerste artikel uit voetnoot <sup>1</sup>. Voor meer informatie over de data wordt naar dit artikel verwezen.

We onderscheiden twee klassen jaarrekeningen: de klasse 'failliet' en de klasse 'lopend'. Een jaarrekening van de eerste klasse is afkomstig van een onderneming die failliet is gegaan binnen een zekere periode na publicatie van de jaarrekening. Analoog is een jaarrekening van de tweede klasse afkomstig van een onderneming die niet failliet is gegaan binnen een zekere periode na publicatie van de jaarrekening.

Er zijn vijf groepen jaarrekeningen van de klasse 'failliet': jaarrekeningen uit jaar 1, jaar 2, jaar 3, jaar 4 en jaar 5. De vijf groepen bevatten respectievelijk 1288, 968, 766, 604 en 454 jaarrekeningen (zie de laatste kolom van [tabel 1a](#) en [tabel 1b](#)). Een jaarrekening uit jaar 1 is de als laatste gepubliceerde jaarrekening vóór het faillissement. Een jaarrekening uit jaar 2 is de jaarrekening gepubliceerd één jaar eerder dan de jaarrekening uit jaar 1. En een jaarrekening uit jaar 3 is de jaarrekening gepubliceerd twee jaar eerder dan de jaarrekening uit jaar 1, enzovoort. Er zijn 3000 jaarrekeningen van de klasse 'lopend'. Die horen bij 3000 verschillende ondernemingen. Wat betreft de klasse 'failliet' zijn over het algemeen meerdere jaarrekeningen (dat wil zeggen: uit verschillende jaren) afkomstig van dezelfde onderneming.

### Jong en oud

We maken onderscheid tussen jaarrekeningen van oude en van jonge ondernemingen. Bij de klasse 'failliet' bevat de eerste groep jaarrekeningen van ondernemingen die langer dan acht jaar hebben bestaan en de tweede groep jaarrekeningen van ondernemingen met een bestaan van minder dan acht jaar. Uit [tabel 1a](#) en [tabel 1b](#) blijkt bijvoorbeeld dat we beschikken over 1288 jaarrekeningen uit jaar 1, waarvan er 556 horen bij oude ondernemingen en er 732 afkomstig zijn van jonge ondernemingen. Wat betreft de klasse 'lopend' bevinden zich in de eerste groep jaarrekeningen van ondernemingen die ouder zijn dan acht jaar en in de tweede groep jaarrekeningen van ondernemingen die jonger zijn dan acht jaar.

### Resultaten

Alle resultaten zijn in [tabel 1a](#) en [tabel 1b](#) terug te vinden. In de tabel zijn per rij voor beide groepen jaarrekeningen (oud en jong) vier kolommen aanwezig. In de eerste kolom staat het aantal jaarrekeningen in de groep vermeld. De tweede kolom geeft het aantal jaarrekeningen in de groep dat voor de post 'herwaarderingsmeerwaarden' een waarde groter dan 0 heeft. De derde kolom vermeldt het aantal in de tweede kolom als percentage van het aantal in de eerste kolom. Neem als voorbeeld de oude ondernemingen en de klasse 'lopend': in 96 van de 1500 jaarrekeningen (6,4 procent) is er sprake van herwaardering.

Het percentage in de vierde kolom is als volgt tot stand gekomen. In totaal zijn er 112 jaarrekeningen van de klasse 'lopend' (96 afkomstig van oude ondernemingen en zestien afkomstig van jonge ondernemingen) met een waarde voor 'herwaarderingsmeerwaarden' groter dan 0. Voor elk van deze 112 jaarrekeningen is de waarde van de ratio 'herwaarderingsmeerwaarden/vaste activa' vastgesteld. Van deze waarden is de mediaan bepaald. Dit houdt in dat de 112 waarden gesorteerd zijn volgens grootte, waarna het gemiddelde is genomen van de middelste twee waarden (dat zijn de 56ste en 57ste waarde) in de gesorteerde rij. Deze was gelijk aan 0,143<sup>4</sup>. Nu geeft de vierde kolom het percentage jaarrekeningen in de tweede kolom waarvoor de ratiowaarde groter is dan 0,143.

Neem als voorbeeld de oude ondernemingen en jaar 1. In 56 van de 79 jaarrekeningen (71 procent) is de waarde van de ratio 'herwaarderingsmeerwaarden/vaste activa' groter dan 0,143.

Bij zowel de jonge als de oude ondernemingen kan geconstateerd worden dat in geval van nadering van het faillissement het percentage ondernemingen dat herwaardeert toeneemt. Ook geldt dat bij ondernemingen die herwaarden de post 'herwaarderingsmeerwaarden' steeds belangrijker wordt richting het faillissement; het percentage jaarrekeningen met een ratiowaarde groter dan de uitgangswaarde van 0,143 neemt toe. Het verschil tussen beide groepen is dat bij de oude ondernemingen de percentages herwaarderende ondernemingen over de hele linie veel hoger liggen.

## Conclusies

De propositie dat ondernemingen die zich kort vóór het moment van failleren bevinden, vaker herwaarden dan gezonde ondernemingen, wordt in dit onderzoek bevestigd. Niet alleen vindt herwaardering vaker plaats, ook de relatieve omvang van de herwaardering is groter. Dat oude ondernemingen vaker herwaarden dan jonge ondernemingen is plausibel. Oude ondernemingen zijn tenslotte beter in staat om te herwaarden vanwege de aanwezigheid van oudere activa. Zij beschikken bijvoorbeeld over een bedrijfspand dat twintig jaar geleden is gekocht en dat nog voor de aankoopwaarde op de balans staat.

Het toepassen van creatief boekhouden lijkt met name in de laatste drie jaren voor het faillissement plaats te vinden. Dit betekent dat in deze drie jaren de dummyvariabele die aangeeft of herwaardering wordt toegepast en de ratio 'herwaarderingsmeerwaarden/vaste activa' een discriminerende werking hebben. Bouwers en gebruikers van faillissementsmodellen, zoals banken, zouden bij de selectie van op te nemen ratio's deze twee moeten overwegen. In het geval dat een model speciaal gebouwd wordt om zo goed mogelijk eerder dan drie jaar vóór het faillissement te voorspellen, lijkt opname van deze variabelen in het model minder zinvol. Herwaarden alleen mag niet impliceren dat een kredietverschaffer een onderneming geen krediet verleent. In combinatie met ongunstige waarden voor andere variabelen zou herwaardering echter tot een afwijzing van de kredietaanvraag kunnen leiden

---

<sup>1</sup> Dit onderzoek vormt een onderdeel van het promotieonderzoek van de eerste auteur naar het voorspellen van faillissementen. Zie ook P.P.M. Pompe en J. Bilderbeek, Prestaties van modellen en ratio's bij het voorspellen van faillissementen, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfsconomie*, 2000, blz. 465-472, en P.P.M. Pompe en J. Bilderbeek, Faillissementspredictie: een vergelijking tussen lineaire discriminantanalyse en neurale netwerken, *Economisch en Sociaal Tijdschrift*, 2000, blz. 215-242. Ruim twintig jaar geleden had de tweede auteur tijdens zijn promotieonderzoek over het voorspellen van faillissementen hetzelfde vermoeden, echter hij beschikte over onvoldoende data om deze propositie te kunnen bevestigen. Zie J. Bilderbeek, *Financiële ratio-analyse*, Stenfert Kroese, Leiden, 1977.

<sup>2</sup> Voor een overzicht van onderzoek naar het voorspellen van faillissementen, zie bijvoorbeeld A.I. Dimitras, S.H. Zanakis en C. Zopounidis, A survey of business failures with an emphasis on prediction methods and industrial applications, *European Journal of Operational Research*, 1996, blz. 487-513.

<sup>3</sup> De geboekte meerwaarde als gevolg van een herwaardering wordt aan de passivazijde van de balans toegerekend aan de post 'herwaarderingsmeerwaarden'.

<sup>4</sup> Ter informatie: de eerste 28 waarden in de rij waren kleiner dan 0,036 en de laatste 28 waarden in de rij waren groter dan 0,440.