



Winststuring en aandelenrendementen

Auteur(s):

Roosenboom, P.G.J.

Mertens, G.M.H.

Goot, L.R.T., van der

Roosenboom en Mertens zijn verbonden aan respectievelijk de afdeling Financiering en de afdeling Accountancy en Accounting van de Faculteit Economie van de KUB. Mertens is tevens werkzaam bij Van den Boom Groep. Van der Goot is werkzaam bij de afdeling Accountancy en Informatiemanagement van de UvA.

Verschenen in:

ESB, 85e jaargang, nr. 4243, pagina 133, 18 februari 2000

Rubriek:**Trefwoord(en):**

accounting

Door boekhoudkundige winstflattering dalen de beurskoersen van beurs-introducees. Beleggers weten dat de winst niet hoog kan blijven. Winstegalitatie, waarbij de winst bewust wordt uitgesmeerd, leidt juist tot hogere koersen.

De Amsterdamse effectenbeurs heeft in de afgelopen jaren vele nieuwe beursfondsen mogen verwelkomen. De beslissing om naar de beurs te gaan heeft verstrekkende gevolgen voor het externe informatiebeleid van de betrokken onderneming. Daar waar de ondernemingsleiding voorheen rekenschap aflegde aan een besloten kring van (groot)aandeelhouders, zal ze zich vanaf de beursintroductie moeten verantwoorden jegens een grote groep van veelal anonieme beleggers. Het jaarverslag (met inbegrip van de financiële overzichten) voert de boventoon bij het vervullen van deze uitgebreide verantwoordingsplicht.

In het eerste jaar dat de onderneming beursfonds is, ondergaat zij een vuurdoop inzake haar externe financiële verslaggeving. Het is doorgaans de eerste keer dat gedetailleerde financiële overzichten (in casu de balans en de winst- en verliesrekening) worden opgesteld die niet louter bestemd zijn voor een beperkte groep van vertrouwelingen. De opstelling van dergelijke financiële overzichten wordt beheerst door het door regelgevende instanties voorgeschreven *aangroeibeginsel*¹. Dit beginsel houdt in dat transacties worden verwerkt op het moment dat ze zich voordoen, ongeacht het moment waarop de kasstromen plaatsvinden. De hoofdreden voor het hanteren van het aangroeibeginsel, oftewel de 'accrual basis', is dat het een beter inzicht verschaft in het causale verband tussen opbrengsten en kosten. Daar staat tegenover dat er meer subjectiviteit optreedt bij de bepaling van vermogen en resultaat, alsook bij de toerekening van opbrengsten en kosten aan opeenvolgende verslaggevingsperiodes². Hierdoor wordt het voor de leiding van de onderneming mogelijk de gerapporteerde winstcijfers te beïnvloeden: winststuring. Door kosten naar volgende perioden door te schuiven en opbrengsten naar de lopende verslaggevingsperiode te halen, staat het de ondernemingsleiding vrij om de winst in het eerste boekjaar danig te flatteren. Een alternatief is om de winstcijfers van opeenvolgende boekjaren te egaliseren. Dit betekent dat de winst in topjaren wordt verlaagd en het resultaat in de magere boekjaren wordt verhoogd.

In dit artikel onderzoeken we beide verschijningsvormen van winststuring. De centrale onderzoeksvraag is of en hoe de gekozen vorm van winststuring verbonden is aan de koersprestaties van beurs- introducties in de jaren volgend op het verschijnen van hun eerste jaarverslag als beursvennootschap.

Winstflattering

De twee verschijningsvormen van winststuring vergen nadere toelichting. De eerste vorm betreft het kortstondig opsieren van de gerapporteerde winst en wordt aangeduid als winstflattering. Door transacties die opbrengst genereren vervoegd in de boeken te zetten en kostenposten zoveel mogelijk over het eerste boekjaar als beursfonds heen te tillen, wordt een voorschot genomen op toekomstige winsten³. Het gevolg is dat in de volgende boekjaren de winst onder druk komt. Kosten kunnen immers niet oneindig vooruit worden geschoven en revenuen die vervoegd in de boeken zijn opgenomen moeten in de volgende boekjaren worden gemist. Aldus zal het lastig worden het geflatteerde winstcijfer in de toekomst te handhaven. Waarom laat de ondernemingsleiding zich tot een dergelijke kortzichtige vorm van winststuring verleiden? Een naïeve redenering zou kunnen zijn dat een onervaren ondernemingsleiding zich er onvoldoende van bewust is dat de door haar gekozen winstflattering gevolgen heeft voor in de toekomst te rapporteren winsten. Een andere verklaring vormt het naleven van de winstvoorspellingen die door de ondernemingsleiding zijn gedaan rondom het tijdstip van beursintroductie. Uit onder meer Canadees onderzoek komt naar voren dat nieuwe beursfondsen hun gerapporteerde winstcijfers aanpassen om zo dicht mogelijk bij de eerder gedane voorspellingen uit te komen⁴. De reden hiervan is dat bestuurders onder grote druk staan om de hooggespannen verwachtingen van beleggers waar te maken, zo niet te overtreffen. Verder is het mogelijk dat de prestaties in het eerste verslaggevingsjaar als beursfonds zodanig tegenvallen, dat de ondernemingsleiding ervoor kiest de winst kunstmatig te verhogen. Op deze manier hopen bestuurders de teleurstellende prestaties tijdelijk verborgen te houden voor beleggers.

Winstegalitatie

De tweede verschijningsvorm van winststuring wordt winstegalitatie genoemd. Hierbij probeert de nieuwe beursvennootschap een zo stabiel mogelijk, stijgend winstpatroon te rapporteren, waarmee zij de belegger verschoont van al te grote verrassingen, met name in

negatieve zin. Winstegalisatie behelst dat de ondernemingsleiding in goede jaren haar winst bewust lager vaststelt en in mindere jaren het omgekeerde doet.

Bij het stroomlijnen van de winst wordt opnieuw gebruik gemaakt van de door het aangroeibeginsel geboden flexibiliteit. In goede jaren worden opbrengsten overgeheveld naar magere jaren en kosten eerder opgevoerd. In mindere jaren helpen de uitgestelde opbrengsten uit de topjaren om de winst te ondersteunen. Ook het uitstellen van kostenposten, bijvoorbeeld door verouderde voorraden en dubieuze debiteuren in het magere boekjaar niet of slechts gedeeltelijk af te boeken, kan uitkomst bieden.

Een belangrijk voordeel van een stabiele winststroom is dat be-stuurders meer 'betrouwbare' winstvoorspellingen kunnen doen. Hierdoor kunnen beleggers en beursanalisten zich een beter oordeel vormen omtrent het winstpotentieel van de beursvennootschap.

Winststuring en koersprestaties

Beleggers baseren hun aan- en verkoopbeslissingen voor een belangrijk deel op de financiële overzichten van de betrokken onderneming. De vraag is of beleggers hierbij de vorm van winststuring in ogenschouw nemen. Naar verwachting heeft de keuze voor kortzichtige winstflattering een negatieve uitwerking op de aandelenrendementen in volgende jaren. De ondernemingsleiding zet weliswaar hoog in met een sterk geflatteerde winst, maar doordat de aanvankelijk hoge winst niet kan worden gehandhaafd, zullen beleggers gaandeweg door de zeepbel heen prikken.

Door het winstcijfer in het eerste boekjaar te flatteren doet de leiding van de onderneming ook afbreuk aan de betrouwbaarheid van alle toekomstige financiële informatie. Het doel van het aangroeibeginsel is beleggers een beter beeld te geven van het causale verband tussen opbrengsten en kosten en allerminst om bestuurders naar eigen believen winsten te laten aandikken. Ondernemingen schaden derhalve het vertrouwen van beleggers wanneer ze de verleiding niet kunnen weerstaan en hun winsten in hun eerste verslaggevingsjaar aanzienlijk mooier voorstellen dan deze in werkelijkheid zijn.

Anderzijds valt een positief verband te verwachten tussen de keuze voor winstegalisatie en de koersprestaties. 'Gladstrijkers' bouwen langzaam maar zeker een reputatie op als consistente en betrouwbare winstrapporteurs. Beleggers weten waar ze aan toe zijn daar de onderneming ieder boekjaar een zo stabiel mogelijk winstcijfer rapporteert. Zoals gesteld vereenvoudigt een stabiele winststroom het doen van 'betrouwbare' winstvoorspellingen door bestuurders. Hierdoor is het mogelijk dat een groter aantal beursanalisten bereid is om gladstrijkers aan te bevelen.

Kortom, winstegalisatie wordt door de belegger hoger aangeslagen omdat beleggers niet graag onaangenaam worden verrast door afwijkende winstcijfers. Winstflattering daarentegen, kan op minder sympathie rekenen. Na een aanvankelijk geflatteerde winst worden beleggers geconfronteerd met terugval ervan. Van geloofwaardige externe financiële verslaggeving is geen sprake meer.

Onderzoek

Wij deden onderzoek onder 64 ondernemingen die in de jaren 1984-1994 een eerste notering hebben gekregen aan de Amsterdamse Effectenbeurs. Overheidsbedrijven die in deze periode naar de beurs zijn gegaan, zoals DSM en KPN, zijn buiten het onderzoek gehouden. Hetzelfde geldt voor financiële instellingen, vanwege hun afwijkende verslaggeving. De gemiddelde marktwaarde ten tijde van de publicatie van het eerste jaarverslag bedraagt f 283 miljoen. De gemiddelde leeftijd van de ondernemingen ligt rond de 35 jaar. De gebruikte financiële overzichten zijn afkomstig uit de jaarverslagen van de betrokken ondernemingen. De koersdata komen uit *Datastream*.

Een eerste probleem bij het onderzoek is hoe de ondernemingen die winststuring toepassen te traceren. Zoals gezegd vindt winstbepaling plaats met gebruikmaking van het aangroeibeginsel. Het kasstroomoverzicht toont daarentegen de feitelijke in- en uitgaande operationele kasstromen, zonder de subjectieve elementen die inherent zijn aan het aangroeibeginsel⁵. Door de gerapporteerde winsten met de operationele kasstromen te vergelijken, kan worden nagegaan of één van beide vormen van winststuring heeft plaatsgevonden.

Om winstflattering vast te stellen wordt in het eerste boekjaar van het beursfonds het verschil tussen de gerapporteerde winst en operationele kasstroom bepaald. Indien het verschil tussen winsten en de kasstroom toeneemt, is er sprake van winstflattering. De koersprestaties van de groep van zestien ondernemingen waarbij de winsten in het eerste verslaggevingsjaar de kasstromen het meest overstijgen, worden nader onderzocht. De gemiddelde 'winstflatteur' weet haar winst met 84 procent op te krikken.

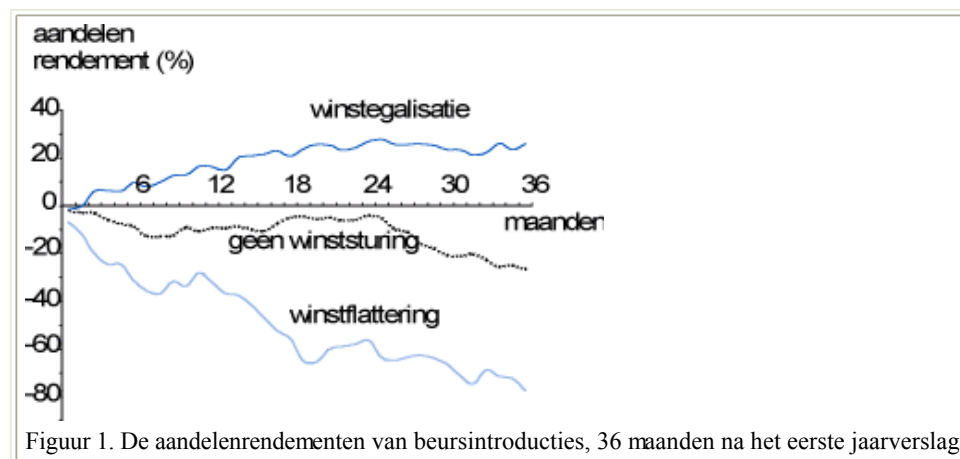
Winstegalisatie wordt achterhaald door de eerste vier boekjaren als beursfonds te beschouwen. Door het stroomlijnen van de winst moeten de operationele kasstromen een grotere fluctuatie vertonen dan de gerapporteerde winstcijfers. De ratio van het variatiegetal van de kasstromen en het variatiegetal van de gerapporteerde winstcijfers gedurende het tijdvak wordt als maatstaf gehanteerd. Een ratio hoger dan één duidt erop dat kasstromen meer fluctueren dan de winstcijfers en dat ondernemingen hun winsten gladstrijken. De koersprestaties van de groep van zestien ondernemingen waarbij de ratio het hoogst is, worden nader bestudeerd. De gemiddelde gladstrijker slaagt erin de fluctuatie van haar winstcijfers terug te brengen tot de helft van dat van haar kasstromen.

Een laatste aandachtspunt vormt het meten van de aandelenrendementen. We volgden de koersprestaties gedurende 36 maanden na het verschijnen van het eerste jaarverslag. De veronderstelling is dat beleggers in dit tijdsbestek beide vormen van winststuring naar waarde weten te schatten. De resterende 32 ondernemingen, die zich niet inlaten met winststuring en vreugde en verdriet ongefilterd door laten klinken in hun winstcijfers, dienen daarbij als toetssteen. Verder zijn de koersprestaties van de ondernemingen gecorrigeerd voor de rendementen van de aandelenmarkt als geheel.

De bevindingen

[figuur 1](#) toont de aandelenrendementen van beursintroducties in de 36 maanden na het verschijnen van hun eerste jaarverslag. De groep van zestien ondernemingen die hun winsten in het eerste verslaggevingsjaar het meest flatteren, moeten dit bekopen met forse

koersdalingen. Het gemiddelde aandelenrendement over de periode van drie jaar blijft maar liefst 79 procent achter bij dat van de gehele aandelenmarkt. Daarentegen wordt bijval geogst door de zestien ondernemingen die hun winsten egaliseren. Het gemiddelde aandelenrendement over de periode van 36 maanden ligt 24 procent boven dat van de markt. De controlegroep van 32 ondernemingen die zich niet inlaten met winststuring, presteren gemiddeld 25 procent slechter dan de markt als geheel. Kortom, de gekozen vorm van winststuring heeft grote invloed op de aandelenrendementen van beursintroducties.



Figuur 1. De aandelenrendementen van beursintroducties, 36 maanden na het eerste jaarverslag

Nader onderzoek brengt nog een tweetal andere verschillen tussen winstflattering en winstegaliseratie aan het licht. Nieuwe beursvennootschappen die kiezen voor winstegaliseratie komen gedurende de 36 maanden volgend op het verschijnen van het eerste jaarverslag met in totaal vijftien aandelenemissies terug naar de beurs en plegen gezamenlijk tachtig overnames van andere bedrijven. De beursintroducees die voor winstflattering opteren, blijken ook in dit opzicht minder succesvol. In totaal plegen zij gedurende de desbetreffende periode niet meer dan vier aandelenemissies en nemen ze gezamenlijk slechts 27 andere bedrijven over.

Conclusies

De centrale vraag van dit artikel luidde of en hoe de gekozen vorm van winststuring de aandelenrendementen van beursintroducees beïnvloedt in de jaren volgend op het verschijnen van hun eerste jaarverslag als beursfonds. Onze bevindingen rechtvaardigen de conclusie dat de gekozen vorm van winststuring grote invloed heeft op de koersprestaties van beursintroducties. Dit sluit aan bij de resultaten van eerdere onderzoeken uit de Verenigde Staten ⁶.

Beleggers weten de gekozen vorm van winststuring naar waarde te schatten. Zo blijkt de keuze voor winstflattering in het eerste verslaggevingsjaar nadelig uit te pakken voor de daaropvolgende aandelenrendementen. De leiding van de onderneming ondermijnt de geloofwaardigheid van toekomstige financiële verslaggeving, waardoor de onderneming uit de gratie raakt.

Winstegaliseratie blijkt daarentegen vruchten af te werpen. De koersprestaties van de gladstrijkers overtreffen zelfs die van de aandelenmarkt als geheel. Het nieuwe beursfonds bouwt aan een reputatie als consistente en betrouwbare winstrapporteur. De betere koersprestaties leggen de gladstrijkers geen windeieren. Ze komen beduidend vaker terug naar de beurs voor een nieuwe aandelenemissie en plegen vaker overnames in vergelijking tot winstflatteurs.

¹ In Nederland vormt Titel 9 van Boek 2, Burgerlijk Wetboek het wettelijke kader omtrent voorschriften met betrekking tot het opstellen van een jaarrekening. Zij vormt als het ware het raamwerk, zonder op de details in te gaan. Daarnaast bestaat er meer uitgebreide regelgeving afkomstig van de Raad voor de Jaarverslaggeving, een instantie die tot doel heeft richtlijnen op te stellen die een nadere invulling van het wettelijk kader beogen.

² J. Klaassen en G.G.M. Bak, *Externe verslaggeving*, Stenfert Kroese, 1996.

³ Text Lite Holding N.V. is een van de meest geruchtmakende voorbeelden. De onderneming boekte orders ter waarde van tien miljoen gulden als opbrengsten, zonder dat

⁴ M. Magnan en D. Cormier, The impact of forward-looking financial data in IPOs on the quality of financial reporting, *The Journal of Financial Statement Analysis*, 1997, blz. 6-17.

⁵ Nederlandse ondernemingen zijn overigens niet verplicht om een kasstroomoverzicht te presenteren. De meerderheid van de nieuwe beursvennootschappen volstaat dan ook met de verstrekking van een staat van herkomst en besteding van middelen. Hierbij worden de kasstromen aan de hand van mutaties in balans- en resultatenrekening herleid.

⁶ Zie hiervoor onder meer onderzoek van P.K. Chaney en C.M. Lewis, Income smoothing and underperformance in initial public offerings, *Journal of Corporate Finance*, 1998, blz. 1-29, en S.H. Teoh, I. Welch en T.J. Wong, Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings, *Journal of Finance*, 1998, blz. 1935-1974.