

De transparantie van de winst in halfjaarberichten van beursgenoteerde ondernemingen in Nederland

Rob Rademakers en Sanjay Bissessur

SAMENVATTING In dit artikel wordt onderzoek verricht naar een belangrijk aspect van de kwaliteit van halfjaarcijfers van beursgenoteerde ondernemingen in Nederland, de transparantie van de winst. Wij onderzoeken in hoeverre het management van beursgenoteerde ondernemingen in Nederland meer discretie over de financiële verslaggeving uitoefent bij het opstellen van halfjaarcijfers dan bij het opstellen van jaarcijfers. De onderzoeksresultaten tonen dat de transparantie van de winst in halfjaarberichten niet overeenkomt met de transparantie van de winst in de jaarrekening voor de jaren 1998 tot en met 2008. De implementatie van de Transparantierichtlijn per 1 januari 2009 kan, door verplichte naleving van IAS 34 bij het opstellen van de halfjaarcijfers, het verschil in de transparantie van de winst doen afnemen.

RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK De resultaten en de conclusies van het onderzoek zijn relevant voor de wetgever en de toezichhouder(s) aangaande financiële verslaggeving in Nederland. Daarnaast zijn de resultaten en de conclusies relevant voor gebruikers van de financiële verslaggeving van beursgenoteerde ondernemingen in Nederland, in het bijzonder aandeelhouders en beleggingsanalisten.

1 Inleiding

Met ingang van 1 januari 2009 is de Europese Transparantierichtlijn 2004/109/EG in de Nederlandse wetgeving geïmplementeerd.¹ De richtlijn is van kracht op de jaarverslaggeving over boekjaren die zijn aangevangen op of na 1 januari 2008 en op het eerste tussentijdse bericht 2009 en eerste halfjaarbericht 2009 van beursgenoteerde ondernemingen in Nederland. De doelstelling van de Transparantierichtlijn is uniforme en consistente financiële informatie te verschaffen aan belanghebbenden van beursfondsen in de Europese lidstaten, en daarmee de kwaliteit van de financiële verslaggeving te verhogen.²

Behoudens de eis voor een bestuursverklaring over het getrouwe beeld en een beschrijving van de risico's van de onderneming zorgt de wetswijziging niet voor veel veranderingen voor de jaarrekening en het jaarverslag van beursgenoteerde ondernemingen. Voor de halfjaarlijkse verslaggeving is de richtlijn wel van wezenlijk belang. Deze moet voortaan voldoen aan de IFRS-standaard voor halfjaarlijkse verslaggeving. De Transparantierichtlijn stelt de naleving van IAS 34 'Interim financial reporting' in halfjaarberichten van beursgenoteerde ondernemingen in Nederland met ingang van 2009 verplicht. Tevens is ook hier een bestuursverklaring over het getrouwe beeld van de halfjaarrekening en halfjaarverslag vereist. Als gevolg van de inwerkingtreding van de Transparantierichtlijn bestaan er met ingang van 1 januari 2009 wettelijke verplichtingen voor de vorm en inhoud van tussentijdse berichten van beursgenoteerde ondernemingen, in het bijzonder de halfjaarberichten.

In dit artikel wordt onderzoek verricht naar één aspect van de kwaliteit van halfjaarlijkse financiële verslaggeving, de transparantie van de winst in de halfjaarlijkse financiële verslaggeving van beursgenoteerde ondernemingen in Nederland.³ Wij hebben onderzocht of de mate van het uitoefenen van discretie over de financiële verslaggeving door het management in de halfjaarlijkse financiële verslaggeving verschilt ten opzichte van de jaarlijkse financiële verslaggeving.⁴

Het artikel is als volgt opgebouwd. Paragraaf 2 geeft een overzicht van de voorschriften met betrekking tot de halfjaarlijkse financiële verslaggeving. In paragraaf 3 bespreken wij de transparantie van de winst. Tevens geven wij een kort overzicht van voorafgaande bevindingen van eerder onderzoek. Verschillen tussen halfjaarberichten en jaarrekeningen worden in paragraaf 4 besproken. Paragraaf 5 bespreekt de onderzoeksmethodologie, waarna de onderzoeksresultaten worden gepresenteerd in paragraaf 6. In paragraaf 7 wordt de conclusie gegeven van het onderzoek.

2 Wet- en regelgeving met betrekking tot de halfjaarlijkse financiële verslaggeving

Aan de halfjaarcijfers in halfjaarberichten worden in Nederland minder eisen gesteld dan aan de jaarcijfers in de jaarrekening van beursgenoteerde ondernemingen. Tot voor kort waren er geen wettelijke vereisten voor wat betreft de inrichting van halfjaarberichten en het opstellen van de halfjaarcijfers. Wel bestaan er twee richtlijnen die specifiek van toepassing zijn op tussentijdse financiële verslaggeving, te weten RJ 394 'Tussentijdse berichten' en IAS 34 'Interim financial reporting' (grotendeels vergelijkbaar qua inhoud), maar deze hadden tot voor kort geen wettelijk verplichtend karakter in Nederland. Daarnaast is er geen verplichting tot accountantscontrole of beoordeling van de halfjaarcijfers door een externe accountant.⁵ Een uitzondering hierop bestond er voor NextPrime- en NextEconomy-fondsen.

Voorafgaand aan de Transparantierichtlijn waren voor halfjaarberichten van beursgenoteerde ondernemingen in Nederland de Euronext-marktregels van belang, vooral Euronext Rule Book en het Algemeen reglement Euronext Amsterdam Stock Market, Boek II. De Euronext-marktregels verplichtten beursgenoteerde ondernemingen om halfjaarberichten op te stellen en te publiceren. De Euronext Amsterdam heeft in het verleden wel de aanbeveling gedaan aan beursgenoteerde ondernemingen in Nederland om halfjaarberichten op te stellen in overeenstemming met RJ 394 of IAS 34.⁶

De Transparantierichtlijn heeft hier gedeeltelijk verandering in aangebracht door het management van beursgenoteerde ondernemingen in Nederland met ingang van 1 januari 2009 wettelijk verplicht te stellen om de halfjaarcijfers op te stellen in overeenstemming met IAS 34 en het bestuur te verplichten om een bestuursverklaring op te nemen in het halfjaarverslag waarin de getrouwheid van de financiële informatie wordt bevestigd. De effecten hiervan zijn voor het eerst waarneembaar in de halfjaarberichten over het boekjaar 2009. IAS 34 vereist dat de halfjaarcijfers met dezelfde zorgvuldigheid worden opgesteld als de jaarcijfers. De grondslagen voor waardering en resultaatbepaling die van toepassing zijn op de jaarrekening dienen ook te worden gehanteerd bij het opstellen van halfjaarcijfers. Het toezicht op de naleving van IAS 34 in de halfjaarberichten wordt met ingang van 2009 uitgeoefend door de AFM.

3 Transparantie van de winst

De transparantie van de winst, in de Engelstalige literatuur ook wel 'earnings opacity' genoemd, is gedefinieerd als de mate waarin de spreiding van de gerapporteerde winst over de mogelijke winstklassen informatie verschaft over de

spreiding van de werkelijke, doch onobserveerbare, economische winst van een onderneming (Bhattacharya et al., 2003).⁷ De gerapporteerde winst is gelijk aan de economische winst plus ruis, veroorzaakt door onder andere resultaatsturing door het management, maar ook door boekhoudregels en de naleving van de boekhoudregels (bijvoorbeeld auditkwaliteit). De transparantie van de winst is een maatstaf van het informatiegehalte van de gerapporteerde winst voor gebruikers van financiële informatie.

Resultaatsturing is een activiteit die door het management van ondernemingen wordt toegepast om aandeelhouders en andere belanghebbenden te misleiden over de prestaties van de onderneming of om de uitkomsten van contractafspraken te beïnvloeden (Healy en Wahlen, 1999). Motieven voor resultaatsturing worden in belangrijke mate gezien in de druk die uitgeoefend wordt door de kapitaalmarkt om een gewenst resultaat te tonen. De basisveronderstelling hierbij is dat het management een sterke behoefte heeft om de aandelenkoers te sturen en hiermee de waarde van de onderneming te maximaliseren.

Het management van een onderneming is erbij gebaat om een egale resultaatontwikkeling te tonen aan de aandeelhouders en andere belanghebbenden (Bartov et al., 2002). Enerzijds omdat door een stabiel rendement te tonen de risicograad afneemt, wat leidt tot lagere agencykosten via een verlaging van het door aandeelhouders geëiste rendement. Daarnaast leidt een stabiel rendement tot een toename van de koers-winstverhouding (Barth et al., 1999).

Binnen de wetenschappelijke literatuur worden verschillende varianten van resultaatsturing onderscheiden. De meest interessante variant van resultaatsturing voor het doel van dit onderzoek betreft winstegalisatie. Ondernemingen die een egale resultaatontwikkeling tonen, worden namelijk hoger gewaardeerd in de kapitaalmarkt (Goel en Takor, 2003).

4 Gevolgen van verschillen in wet- en regelgeving voor de transparantie van de winst

Zowel de wet- en regelgeving als de controle en het toezicht op de naleving hiervan zijn in Nederland voor halfjaarberichten minder strikt dan voor jaarrekeningen van beursgenoteerde ondernemingen. Hierdoor heeft het management theoretisch gezien meer mogelijkheden tot resultaatsturing in halfjaarberichten dan in de jaarrekening (Doran, 1995; Ettredge et al., 2000; Brown en Spinello, 2007).

Het belang van halfjaarcijfers van hoge kwaliteit wordt aangetoond in het onderzoek dat is uitgevoerd door Ewalds et al. (2000). Zij onderzoeken de waarderelevantie van tussentijdse financiële verslaggeving en tonen aan dat er

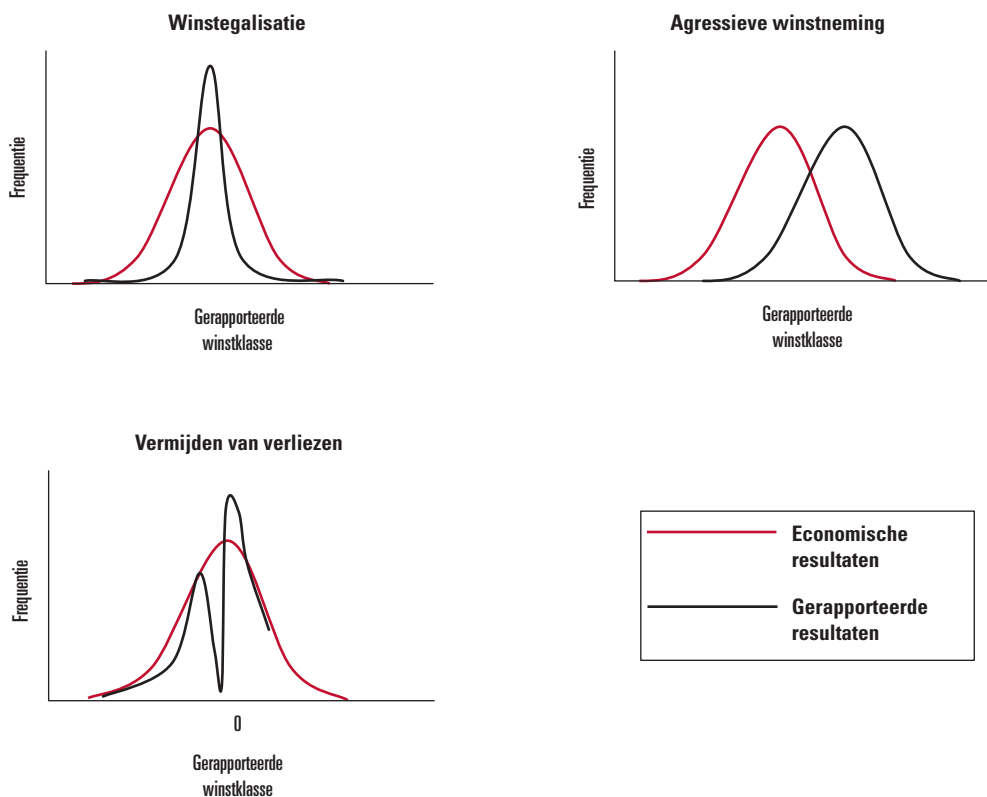
significante wijzigingen plaatsvinden in het handelsvolume van de aandelen van beursgenoteerde ondernemingen in de dagen rondom de publicatie van kwartaalcijfers. Het is dus voor belanghebbenden in de onderneming van groot belang dat de halfjaarcijfers in halfjaarberichten van dezelfde kwaliteit zijn als de jaarcijfers in jaarrekeningen. Daar het doel van de Transparantierichtlijn is om de uniformiteit en consistentie van de financiële informatie te waarborgen, mede voor halfjaarberichten, onderzoeken wij empirisch of er significante verschillen in de transparantie van de winst waarneembaar zijn tussen halfjaarcijfers en jaarcijfers van beursgenoteerde ondernemingen in Nederland.

5 Onderzoeksmethode

Het door ons uitgevoerde onderzoek is gericht op het meten van de verschillen in de transparantie van de winst in halfjaarberichten en de jaarrekening van beursgenoteerde ondernemingen in Nederland. Het onderzoeksmodel is afgeleid van Leuz et al. (2003). Zij beschrijven maatstaven van discretie in de financiële verslaggeving, die zij gebruiken om te onderzoeken of institutionele factoren de verschillen in resultaatsturing in 31 landen kunnen verklaren. Vervolgonderzoek heeft dezelfde maatstaven gebruikt om de invloed van het management op de transparantie van de winst te onderzoeken. Bhattacharya et al.

(2003) gebruiken deze maatstaven om de transparantie van de winst in 34 landen te onderzoeken; Daske et al. (2008) gebruiken deze maatstaven om de invloed van transparantie op de economische effecten van IFRS te onderzoeken. Deze maatstaven zijn achtereenvolgens: de mate van winstegalisatie, de correlatie tussen wijzigingen in *accruals* en kasstromen uit operationele activiteiten, de omvang van *accruals* in de financiële verslaggeving, het vermijden van kleine verliezen en het vermijden van kleine afnames in het resultaat. De eerste twee maatstaven meten winstegalisatie. Hierbij worden grote veranderingen in de economische winst in de huidige periode over meerdere perioden uitgesmeerd in de gerapporteerde winst. De derde maatstaf meet hoe agressief managers zijn in het versneld boeken van economische winsten en het wachten met afboekingen, bijvoorbeeld door minder *impairments*. Dit wordt gemeten door de relatie tussen *accruals* en operationele kasstromen. Agressief economische winsten boeken leidt bijvoorbeeld tot relatief hoge positieve *accruals* ten opzichte van de operationele kasstromen. De laatste twee maatstaven zijn gebaseerd op resultaten van onderzoek dat aantoonde dat het vermijden van het rapporteren van een verlies een hoofddoel is bij het uitoefenen van discretie door het management (bijvoorbeeld Graham et al., 2005). Figuur 1 illustreert het effect van resultaatsturing op de spreiding van de gerapporteerde winst in

Figuur 1 De invloed van resultaatsturing op de spreiding van de gerapporteerde winst



winstklassen. Er vindt een verschuiving plaats van het werkelijke economische resultaat naar het gerapporteerde resultaat in de richting van het door de manager gewenste resultaat. Winstegalisatie zorgt er bijvoorbeeld voor dat het aantal bedrijven dat een winst rapporteert dat gelijk is aan de gemiddelde gerapporteerde winst in de populatie, toeneemt ten koste van het aantal bedrijven dat een winst rapporteert die hoger is dan de gemiddelde gerapporteerde winst in de populatie. Als gevolg hiervan neemt de spreiding van de gerapporteerde winst in verschillende winstklassen af (Bhattacharya et al., 2003). De vijf maatstaven worden in het vervolg van dit artikel uitgebreid beschreven.

5.1 Vijf maatstaven voor transparantie

5.1.1 De mate van winstegalisatie (TM1)

De eerste maatstaf waarmee de transparantie van de winst wordt gemeten, betreft de mate van winstegalisatie. De maatstaf hiervoor is de mediaan van de ratio berekend als de standaarddeviatie van de nettowinst gedeeld door de standaarddeviatie van de kasstromen uit operationele activiteiten op ondernemingsniveau. Ondernemingen met een hoge volatiliteit in kasstromen uit operationele activiteiten hebben in beginsel een hogere volatiliteit in de nettowinst (Leuz et al., 2003; Barth et al., 2008). Een lagere waarde van deze ratio is daarom indicatief voor een hogere mate van toepassing van discretie door het management.

5.1.2 De correlatie tussen wijzigingen in accruals en kasstromen uit operationele activiteiten (TM2)

De tweede maatstaf is de correlatie tussen wijzigingen in accruals en wijzigingen in kasstromen uit operationele activiteiten. Het management van een onderneming kan de volatiliteit in de nettowinst door de in een verslaggevingsperiode gerealiseerde kasstromen verminderen door wijzigingen in accruals. Wijzigingen in accruals zorgen ervoor dat de onregelmatigheden in kasstromen uit operationele activiteiten worden opgevangen. Er bestaat daardoor een negatief verband tussen wijzigingen in kasstromen uit operationele activiteiten en wijzigingen in accruals (Dechow, 1994). Een hogere negatieve waarde van de correlatiecoëfficiënt is indicatief voor een hogere mate van toepassing van discretie door het management (Myers et al., 2007).

5.1.3 De omvang van accruals in de financiële verslaggeving (TM3)

De derde maatstaf voor de transparantie van de winst is gebaseerd op de omvang van de accruals in de financiële verslaggeving. De maatstaf hiervoor is de mediaan van de ratio berekend als de absolute waarde van de accruals gedeeld door de absolute waarde van de kasstromen uit operationele activiteiten. De hoogte van deze ratio geeft de mate van toepassing van discretie door het management

aan in verhouding tot de onderliggende economische activiteiten (Leuz et al., 2003; Barth et al., 2008). Een hogere waarde van de maatstaf is daarom indicatief voor een hogere mate van toepassing van discretie door het management.

5.1.4 Het vermijden van kleine verliezen (TM4)

De vierde maatstaf betreft de mate waarin het rapporteren van kleine verliezen wordt vermeden. Eerdere onderzoeken naar resultaatsturing hebben aangetoond dat het management van een onderneming resultaatsturing toepast om kleine verliezen te vermijden (Burgstahler en Dichev, 1997; DeGeorge et al., 1999).⁸ Hierbij wordt aangenomen dat het management van een onderneming beperkte mogelijkheden heeft om kleine verliezen door resultaatsturing om te zetten in kleine winsten. Dit leidt tot een discontinuïteit in de verdeling van resultaten rondom het nulpunt van de nettowinst. Om die reden is de ratio, berekend als het aantal waarnemingen waarbij een kleine winst wordt gerapporteerd gedeeld door het aantal waarnemingen waarbij een klein verlies wordt gerapporteerd, een maatstaf voor de mate waarin het management discretie toepast. Een hogere waarde is indicatief voor een hogere mate van toepassing van discretie door het management. Een resultaat wordt gezien als een klein resultaat wanneer deze kleiner is dan 1 procent van de totale waarde van de activa bij aanvang van de verslaggevingsperiode (Leuz et al., 2003; Barth et al., 2008).

5.1.5 Het vermijden van kleine afnames in het resultaat (TM5)

De vijfde maatstaf betreft de mate waarin het rapporteren van kleine afnames in het resultaat ten opzichte van de voorgaande vergelijkbare verslaggevingsperiode wordt vermeden. Dit is in overeenstemming met de conclusies uit eerder uitgevoerde wetenschappelijke onderzoeken (Burgstahler en Dichev, 1997; DeGeorge et al., 1999). Deze onderzoeken hebben aangetoond dat het management van een onderneming resultaatsturing toepast om kleine afnames in het resultaat ten opzichte van de voorgaande boekjaar te voorkomen. De maatstaf wordt gemeten op basis van de ratio berekend als het aantal gerapporteerde kleine toenames in het resultaat gedeeld door het aantal gerapporteerde kleine afnames in het resultaat. Een hogere waarde is indicatief voor een hogere mate van managementdiscretie. Een afname (toename) in het resultaat wordt gezien als een kleine afname (toename) wanneer deze kleiner is dan 1 procent van de totale waarde van de activa bij aanvang van de verslaggevingsperiode.

5.2 Wijze van uitvoering

Onder halfjaarberichten worden in dit onderzoek de halfjaarcijfers van in Nederland beursgenoteerde ondernemingen verstaan. De verschillen in scores op de vijf maatstaven voor de halfjaarcijfers en de jaarcijfers worden met

Tabel 1 Beschrijvende statistieken

Variabelen	n	gem.	med.	s.d.	min.	max.
Halfjaarcijfers						
Nettowinst	493	0,022	0,025	0,059	-0,440	0,353
Totale accruals	493	-0,007	-0,004	0,101	-1,589	0,344
Kasstromen uit operationele activiteiten	493	0,029	0,027	0,113	-0,468	1,881
Jaarcijfers						
Nettowinst	493	0,039	0,051	0,121	-0,801	0,600
Totale accruals	493	-0,058	-0,048	0,129	-1,702	0,594
Kasstromen uit operationele activiteiten	493	0,097	0,097	0,142	-0,650	2,220

Toelichting: in totaal zijn 94 ondernemingen onderzocht. Het aantal waarnemingen voor de halfjaarcijfers en de jaarcijfers bedraagt 493. De variabelen nettowinst, totale accruals en kasstromen uit operationele activiteiten zijn geschaald op basis van de totale waarde van de activa bij aanvang van de verslaggevingsperiode.

elkaar vergeleken en statistisch getoetst. Met de resultaten hiervan wordt de volgende onderzoekshypothese (in nulvorm) getoetst.

Nulhypothese (H₀) Er is geen verschil in de transparantie van de winst in halfjaarberichten in relatie tot de transparantie van de winst in de jaarrekening van beursgenoteerde ondernemingen in Nederland.

5.2.1 Onderzoekspopulatie, steekproef en onderzoeksdata

De onderzoekspopulatie voor het empirisch onderzoek bestaat uit beursgenoteerde ondernemingen in Nederland met een notering aan de Euronext Amsterdam ultimo 2008. Hieruit worden financiële instellingen verwijderd, in overeenstemming met overige onderzoeken naar resultaatsturing (Leuz et al., 2003). De verslaggeving van financiële instellingen verschilt van de andere beursgenoteerde ondernemingen waardoor de toepassing van resultaatsturing niet eenduidig kan worden bepaald (Hooghiemstra et al., 2008). Van de resterende ondernemingen worden de halfjaarcijfers en de jaarcijfers onderzocht over de periode 1998 tot en met 2008.⁹ De opgevraagde onderzoeksdata betreffen:

- de nettowinst op halfjaarbasis en op jaarbasis (Datastream datacode WCo1751A (halfjaar)/WCo1751 (jaar));¹⁰
- de kasstromen uit operationele activiteiten op halfjaarbasis en op jaarbasis (Datastream datacode WCo4860A (halfjaar)/WCo4860 (jaar)); en
- de totale waarde van de activa op halfjaarbasis en op jaarbasis (Datastream datacode WCo2999A (halfjaar)/WCo2999 (jaar)).

Bij het bepalen van de steekproef zijn twee aanvullende criteria gehanteerd, te weten:

- de onderzoeksdata zijn ten minste beschikbaar voor drie boekjaren van een onderneming; en

- de onderzoeksdata zijn beschikbaar voor zowel de halfjaarcijfers als de jaarcijfers van een onderneming.

Door toepassing van deze criteria resteert een steekproef van 493 waarnemingen van zowel de halfjaarcijfers als de jaarcijfers. De resterende steekproef heeft een *matched sample design*, waarbij een onderzochte halfjaarvariabele vergeleken wordt met de jaarvariabele van hetzelfde bedrijf in hetzelfde boekjaar. De totale accruals zijn berekend als de nettowinst +/- kasstromen uit operationele activiteiten (Dechow en Dichev, 2002; Dechow et al., 2003; Lang et al., 2006). Tabel 1 bevat de beschrijvende statistieken van de onderzoeksvariabelen ten behoeve van het empirisch onderzoek.

De steekproef bevat waarnemingen van beursgenoteerde ondernemingen die onderling verschillen in omvang en prestaties. Om de effecten van onderlinge verschillen in omvang op de onderzoeksresultaten te elimineren, is ervoor gekozen om de variabelen nettowinst, totale accruals en kasstroom uit operationele activiteiten te schalen door de totale waarde van de activa bij aanvang van het boekjaar (Leuz et al., 2003).

6 Onderzoeksresultaten

6.1 De mate van winstegalisatie (TM1)

De eerste transparantiemaatstaf betreft de mate van winstegalisatie. Tabel 2 bevat de resultaten van deze maatstaf. De resultaten tonen aan dat de mediaan van de ratio lager is voor de halfjaarcijfers (0,531) in verhouding tot de jaarcijfers (0,816). Dit geeft aan dat de nettowinst in de halfjaarcijfers minder volatiel is dan de door de onderneming gerealiseerde kasstromen uit operationele activiteiten in relatie tot de jaarcijfers. Om de statistische significantie te toetsen van de verschillen tussen de

Tabel 2 Standaarddeviatie van de nettowinst/standaarddeviatie van de kasstromen uit operationele activiteiten op ondernemingsniveau

	n	mediaan	p-waarde van verschil in medianen
Halfjaarcijfers	190	0,531	
Jaarcijfers	190	0,816	0,000

Toelichting: het aantal onderzochte waarnemingen bedraagt 493 zowel voor de halfjaarcijfers als de jaarcijfers. Deze waarnemingen zijn afkomstig van 94 beursgenoteerde ondernemingen.

berekende medianen, is een Wilcoxon-test uitgevoerd. De resultaten hiervan tonen dat het verschil in medianen statistisch significant is (p -waarde $< 0,05$). De deelconclusie die met betrekking tot TM1 wordt getrokken, is dat de variabiliteit in de nettowinst niet gelijk is tussen de halfjaarcijfers en de jaarcijfers. Dit is indicatief voor een verschillende mate van transparantie van de winst tussen de halfjaarcijfers en de jaarcijfers.

6.2 De correlatie tussen wijzigingen in accruals en kasstromen uit operationele activiteiten (TM2)

Bij deze tweede maatstaf worden correlaties tussen wijzigingen in accruals en wijzigingen in kasstromen uit operationele activiteiten onderzocht. Tabel 3 bevat de resultaten van deze maatstaf. De resultaten tonen aan dat de correlatie tussen wijzigingen in accruals en kasstromen uit operationele activiteiten in de halfjaarcijfers hoger is dan in de jaarcijfers. De verschillen in correlaties tussen de halfjaarcijfers en de jaarcijfers zijn statistisch significant (p -waarde $< 0,05$). Dit is gemeten met behulp van de Fisher Z-test. De deelconclusie die met betrekking tot TM2 wordt getrokken, is dat de correlatie tussen wijzigingen in accruals en kasstromen uit operationele activiteiten ongelijk is tussen de halfjaarcijfers en de jaarcijfers. Dit is indicatief voor een verschillende mate van transparantie van de winst tussen de halfjaarcijfers en de jaarcijfers.

Tabel 3 Correlatie tussen wijzigingen in totale accruals en kasstromen uit operationele activiteiten

	n	Spearman correlatiecoëfficiënt	Pearson correlatiecoëfficiënt
Halfjaarcijfers	375	-0,768	-0,802
Jaarcijfers	375	-0,588	-0,590
p-waarde van verschil in correlatie		0,000	0,000

Toelichting: de correlatiecoëfficiënten zijn berekend op basis van de mutaties van de totale accruals en de kasstromen uit operationele activiteiten op ondernemingsniveau. De mutaties zijn berekend ten opzichte van dezelfde verslaggevingsperiode in het voorgaande boekjaar.

Tabel 4 Absolute waarde van totale accruals/absolute waarde van kasstromen uit operationele activiteiten

	n	ratio	p-waarde van verschil in medianen
Halfjaarcijfers	493	0,676	
Jaarcijfers	493	0,576	0,050

Toelichting: voor de berekening van deze maatstaf is de absolute waarde van totale accruals gedeeld door de absolute waarde van de kasstromen uit operationele activiteiten van de onderzochte halfjaarcijfers en jaarcijfers.

6.3 De omvang van accruals in de financiële verslaggeving (TM3)

De derde maatstaf betreft de omvang van accruals in de financiële verslaggeving. De maatstaf wordt berekend door de absolute waarde van de totale accruals te delen door de absolute waarde van de kasstromen uit operationele activiteiten. Tabel 4 bevat de resultaten van deze maatstaf. De resultaten van TM3 tonen aan dat de ratio hoger is voor de halfjaarcijfers (0,676) dan de jaarcijfers (0,576). Dit geeft aan dat de totale accruals hoger zijn in de halfjaarcijfers dan in de jaarcijfers. Om de statistische significantie van de verschillen in medianen statistisch te toetsen, is een Wilcoxon-test uitgevoerd op de medianen. Voor de verschillen in medianen van totale accruals en de kasstromen uit operationele activiteiten bedraagt de p -waarde 0,050. Op basis hiervan wordt geconcludeerd dat het verschil in medianen statistisch significant is (p -waarde = 0,05). De deelconclusie die met betrekking tot TM3 wordt getrokken, is dat de accruals niet gelijk zijn in de halfjaarcijfers in relatie tot de jaarcijfers. Dit is indicatief voor een verschillende mate van transparantie van de winst tussen de halfjaarcijfers en de jaarcijfers.

6.4 Het vermijden van kleine verliezen (TM4)

De vierde maatstaf geeft aan in welke mate het rapporteren van kleine verliezen wordt vermeden. Tabel 5 bevat de resultaten van deze maatstaf. In aantallen gemeten is het aantal waarnemingen voor kleine positieve resultaten in de halfjaarcijfers groter in verhouding tot de jaarcijfers. Dit wordt mede veroorzaakt doordat cumulatieve bedragen met een verschillende looptijd worden vergeleken. Het jaarcijfer bestaat uit twee halfjaarcijfers, waarbij een negatieve aanpassing van de winst (bijvoorbeeld een impairment) in het vierde kwartaal alleen zichtbaar is in de jaarcijfers. Om de statistische significantie van de verschillen in het aantal waarnemingen voor kleine positieve resultaten statistisch te toetsen, is een χ^2 -test uitgevoerd. De resultaten hiervan tonen aan dat het verschil in kleine positieve resultaten statistisch significant is (p -waarde = 0,00). Er is tevens gekeken naar

Tabel 5 Aantal kleine winsten/aantal kleine verliezen

	Halfjaarcijfers	Jaarcijfers
Aantal gerapporteerde verliezen	87	99
- waarvan kleine verliezen (1%)	18	8
Aantal gerapporteerde winsten	406	394
- waarvan kleine winsten (1%)	53	17
Totaal aantal waarnemingen	493	493
Ratio TM4 (# kleine winsten / # kleine verliezen)	2,944	2,125

Toelichting: bij de bepaling van het aantal kleine resultaten is 1% van de totale waarde van de activa bij aanvang van de verslaggevingsperiode gehanteerd.

de ratio voor het totaal aantal waarnemingen van kleine winsten en verliezen voor de halfjaarcijfers en de jaarcijfers. De resultaten van TM4 tonen aan dat de ratio hoger is in de halfjaarcijfers (2,944) dan in de jaarcijfers (2,125). Op basis van de uitkomsten hiervan wordt geconcludeerd dat er een verschil bestaat tussen het aantal waarnemingen van kleine winsten en verliezen in de halfjaarcijfers en de jaarcijfers. De deelconclusie die met betrekking tot TM4 wordt getrokken, is dat in de halfjaarcijfers het rapporteren van kleine verliezen in hogere mate wordt vermeden dan in de jaarcijfers. Dit is indicatief voor een verschillende mate van transparantie van de winst tussen de halfjaarcijfers en de jaarcijfers.

6.5 Het vermijden van kleine afnames in het resultaat (TM5)

De vijfde maatstaf geeft aan in welke mate het rapporteren van kleine afnames in het resultaat ten opzichte van de voorgaande (vergelijkbare) verslaggevingsperiode wordt vermeden. Tabel 6 bevat de resultaten van deze maatstaf. In aantallen gemeten is het aantal waarnemingen voor kleine positieve wijzigingen in het resultaat in de halfjaarcijfers groter in relatie tot de jaarcijfers. Dit wordt mede veroorzaakt doordat cumulatieve bedragen worden geanalyseerd. Dit is noodzakelijk voor het onderzoek. Om de statistische significantie van de verschillen in het aantal waarnemingen voor kleine wijzigingen in het resultaat statistisch te toetsen, is een χ^2 -test uitgevoerd. De resultaten hiervan tonen dat het verschil in kleine wijzigingen in het resultaat statistisch significant is (p-waarde = 0,00). Er is tevens gekeken naar de ratio voor het totale aantal waarnemingen van toenames en afnames in het resultaat voor de halfjaarcijfers en de jaarcijfers. Uit tabel 5 kan worden geconcludeerd dat de ratio van TM5 lager is voor de onderzochte halfjaarcijfers (1,645) in relatie tot de jaarcijfers (1,697). De deelconclusie die met betrekking tot TM5 wordt getrokken, is dat in de halfjaarcijfers het rapporteren van kleine afnames in het resultaat in mindere mate wordt vermeden dan in de

Tabel 6 Aantal kleine toenames in het resultaat/aantal kleine afnames in het resultaat

	Halfjaarcijfers	Jaarcijfers
Aantal gerapporteerde afnames in het resultaat	142	141
- waarvan kleine afnames (1%)	62	33
Aantal gerapporteerde toenames in het resultaat	233	234
- waarvan kleine toenames (1%)	102	56
Totaal aantal waarnemingen	375	375
Ratio TM5 (# kleine toenames / # kleine afnames)	1,645	1,697

Toelichting: bij de bepaling van het aantal kleine wijzigingen in het resultaat is 1% van de totale waarde van de activa bij aanvang van de verslaggevingsperiode gehanteerd.

jaarcijfers. Dit is indicatief voor een verschillende mate van transparantie van de winst tussen de halfjaarcijfers en de jaarcijfers.

6.6 Overzicht van resultaten per maatstaf

In tabel 7 worden de resultaten van de onderzochte maatstaven getoond.

De resultaten per maatstaf voor de halfjaarcijfers en de jaarcijfers zijn vrijwel eenduidig. De mate van winstegalitatie is hoger in de halfjaarcijfers dan in de jaarcijfers (TM1). De correlatie tussen wijzigingen in accruals en kasstromen uit operationele activiteiten (TM2) is hoger in de halfjaarcijfers dan in de jaarcijfers. De omvang van de accruals in de financiële verslaggeving (TM3) is groter

Tabel 7 Vergelijking van resultaten per maatstaf

Maatstaf	Verwachting	Resultaat
De mate van winstegalitatie (TM1)	Halfjaarcijfers < Jaarcijfers	Halfjaarcijfers < Jaarcijfers
Correlatie tussen accruals en kasstromen uit operationele activiteiten (TM2)	Halfjaarcijfers < Jaarcijfers	Halfjaarcijfers < Jaarcijfers
Omvang van accruals in de financiële verslaggeving (TM3)	Halfjaarcijfers < Jaarcijfers	Halfjaarcijfers < Jaarcijfers
Vermijden van kleine verliezen (TM4)	Halfjaarcijfers < Jaarcijfers	Halfjaarcijfers < Jaarcijfers
Vermijden van kleine afnames in het resultaat (TM5)	Halfjaarcijfers < Jaarcijfers	Halfjaarcijfers > Jaarcijfers

Toelichting: het teken vermeld onder 'Resultaat' geeft aan of het vermelde teken bij de score per maatstaf voor de halfjaarcijfers en de jaarcijfers een hogere (>), lagere (<) danwel gelijke (=) mate van transparantie van de winst aangeeft op basis van de onderzoeksresultaten per maatstaf.

in de halfjaarcijfers dan in de jaarcijfers. Daarnaast wordt het rapporteren van kleine verliezen (TM4) in de halfjaarcijfers in hogere mate vermeden dan in de jaarcijfers. Slechts één van de vijf TM-waarden, te weten TM5, verschilt van de verwachte uitkomst. Naar aanleiding van de resultaten van het onderzoek van Durtschi en Easton (2005, 2009) wordt hierbij opgemerkt dat de maatstaven TM4 en TM5 de meeste methodologische bezwaren oproepen. Op basis van de onderzoeksresultaten wordt de nulhypothese (H_0) verworpen en wordt vastgesteld dat de transparantie van de winst in de halfjaarcijfers niet overeenkomt met de transparantie van de winst in de jaarcijfers.

7 Conclusie

Op basis van de onderzoeksresultaten wordt geconcludeerd dat de transparantie van de winst van beursgenoteerde ondernemingen in Nederland in halfjaarberichten niet overeenkomt met de transparantie van de winst in de jaarrekening.

De maatstaven die wij hebben gehanteerd in dit onderzoek meten de toepassing van discretie door het management over de halfjaarcijfers en de jaarcijfers, en bepalen daarmee de transparantie van de winst. De toepassing van discretie door het management kent zowel negatieve als positieve aspecten. Een positief aspect van het toepassen van discretie over de financiële verslaggeving is bijvoorbeeld dat het kan worden toegepast om 'inside information' naar de kapitaalmarkt te communiceren en hiermee de economische realiteit juist weer te geven. In dit onderzoek is voorbijgegaan aan de doelen van het management bij het toepassen van discretie over de financiële verslaggeving. Het onderzoek beperkt zich tot de onderzoeksvraag of er een verschil bestaat tussen halfjaarberichten en jaarberichten in termen van de transparantie van de winst.

Het onderzoek is verricht op halfjaarcijfers en jaarcijfers van beursgenoteerde ondernemingen in Nederland over de periode 1998 tot en met 2008. In deze periode hebben diverse ontwikkelingen plaatsgevonden met betrekking tot wet- en regelgeving aangaande de financiële verslaggeving en de controle en toezicht op de naleving hiervan. De invloed van deze ontwikkelingen op de transparantie van het winstcijfer is niet onderzocht.

Financiële verslaggeving is nuttig voor belanghebbenden van een onderneming. Beursgenoteerde ondernemingen in Nederland publiceren naast de jaarrekening halfjaarberichten, waarin financiële informatie over de behaalde resultaten is opgenomen. Deze halfjaarberichten spelen een belangrijke rol in de werking van kapitaalmarkten, vooral omdat halfjaarberichten eerder worden gepubli-

ceerd dan de jaarrekening. Aandeelhouders en beleggingsanalisten gebruiken de financiële informatie in halfjaarberichten bij het nemen van economische beslissingen. De kwaliteit en de betrouwbaarheid van deze financiële informatie dient dan ook te worden gewaarborgd, vooral ter bevordering van de adequate werking van kapitaalmarkten.

Met de implementatie van de Transparantierichtlijn in de Nederlandse wetgeving is in Nederland een belangrijke maatregel getroffen om de kwaliteit van de halfjaarlijkse financiële verslaggeving te verbeteren. Hierdoor gelden met ingang van 1 januari 2009 wettelijke verplichtingen voor de vorm en inhoud van tussentijdse berichten van beursgenoteerde ondernemingen in Nederland, in het bijzonder halfjaarberichten. De Transparantierichtlijn stelt, met ingang van 1 januari 2009, naleving van IAS 34 verplicht bij het opstellen van halfjaarcijfers door het management van beursgenoteerde ondernemingen in Nederland. Middels vervolgonderzoek kan antwoord worden gegeven op de vraag of de Transparantierichtlijn de verschillen in de mate van transparantie van de winst vermindert.

De steekproef bevat een beperkt aantal waarnemingen van ondernemingen (NextPrime- en NextEconomy-fondsen) die IAS 34 dienen toe te passen en de halfjaarcijfers dienen te laten beoordelen door een externe accountant. Deze waarnemingen zijn niet verwijderd, omdat een groot deel van deze ondernemingen deze richtlijnen niet of slechts gedeeltelijk naleeft (Vergoossen, 2007). Een andere reden hiervoor is dat dit onderzoek voorbij gaat aan de vraag of IAS 34 tot verschillen in de transparantie van de winst leidt. Vervolgonderzoek kan hierop ingaan door gebruik te maken van data per einde boekjaar 2009. ■

R.A.E. Rademakers MSc is werkzaam op de afdeling Group Reporting bij Océ en heeft dit artikel op persoonlijke titel geschreven.

Dr. S.W. Bissessur is assistent-professor aan de Accounting Sectie van de Universiteit van Amsterdam.

Noten

1 De Transparantierichtlijn volgt uit het Financial Services Action Plan van de Europese Commissie uit 1999.

2 Met de kwaliteit van de financiële verslaggeving wordt hier bedoeld: de mate waarin de financiële verslaggeving belanghebbenden in staat stelt om toekomstige kasstromen te voorspellen, bijvoorbeeld voor waarderingsdoel-einden. Onder de belanghebbenden van een onderneming worden verstaan: de huidige en potentiële verschaffers van vreemd vermogen en eigen vermogen, werknemers, regelgevers, toezichthouders, leveranciers, klanten, accountants en beleggingsanalisten.

3 Daarnaast publiceert een aantal Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen ook kwartaalberichten. Deze zijn vanwege hun beperkte rol buiten beschouwing gelaten.

4 Onder 'discretie' wordt verstaan: het bewust uitoefenen van invloed op de financiële verslaggeving door het management. Het management gebruikt soms haar discretie over de financiële

verslaggeving om het gerapporteerde resultaat in de gewenste richting te sturen om een persoonlijk voordeel te behalen. In dit geval spreken we in dit artikel over resultaatsturing.

5 In de periode 2002 tot en met 2007 bestonden er twee aanvullende segmenten binnen de Euronext Amsterdam, te weten: NextPrime en NextEconomy. Ondernemingen die in deze segmenten waren opgenomen, dienden halfjaarberichten te laten beoordelen door een externe accountant. Met ingang van 2005 dienden deze ondernemingen hun halfjaarberichten op te stellen in overeenstemming met IAS 34.

6 Euronext Amsterdam heeft zich hierbij gebaseerd op de aanbeveling die het Committee of European Security Regulators (CESR) in 2003 heeft gedaan aan ondernemingen waarvan aandelen of obligaties zijn genoteerd op een effectenbeurs in de Europese Unie. Het CESR heeft aan deze ondernemingen de aanbeveling gedaan om ten minste halfjaarcijfers te publiceren en hierin met ingang van het boekjaar 2005 IAS

34 na te leven.

7 De economische winst is de verandering van de marktwaarde van de onderneming (Ball et al., 2000).

8 Durtschi en Easton (2005, 2009) suggereren dat de resultaten van Burgstahler en Dichev (1997) en DeGeorge et al. (1999) door methodologische onregelmatigheden (schalen van de data, sampleselectie) tot onterechte conclusies over resultaatsturing leiden. Echter, Jacob en Jorgensen (2007) en Kerstein en Rai (2007) spreken de conclusies van Easton en Durtschi (2005, 2009) tegen.

9 Vanaf 2005 gelden IFRS-standaarden. Een aparte analyse van de pre-IFRS- en post-IFRS-sample vertoont kwalitatief vergelijkbare resultaten.

10 De analyse is ook uitgevoerd met de nettowinst exclusief bijzondere posten in plaats van de gerapporteerde nettowinst. Deze analyse vertoont kwalitatief vergelijkbare resultaten.

Literatuur

■ Ball, R. en P. Brown (1968), An empirical evaluation of accounting income numbers, *Journal of Accounting Research*, vol. 6, no. 2, pp. 159-178.

■ Ball, R., S.P. Kothari en A. Robin (2000), The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 29, pp. 1-51.

■ Barth, M.E., W.R. Landsman en M. H. Lang (2008), International Accounting Standards and accounting quality, *Journal of Accounting Research*, vol. 46, no. 3, pp. 467-498.

■ Bartov, E., D. Givoly en C. Hayns (2002), The rewards to meeting or beating earnings expectations, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 33, pp. 173-204.

■ Barth, M.E., J.A. Elliott en M.W. Finn (1999), Market rewards associated with patterns of increasing earnings, *Journal of Accounting Research*, vol. 37, no. 2, pp. 387-413.

■ Bhattacharya U, H. Daouk en M. Welker (2003), The world price of earnings opacity, *The Accounting Review*, vol. 78, no. 3, pp. 641-678.

■ Brown, L. D. en A. S. Pinello (2007), To what extent does the financial reporting process curb earnings surprise games?, *Journal of Accounting Research*, vol. 45, no. 5, pp. 947-981.

■ Burgstahler, D. en L. Dichev (1997), Earnings management to avoid earnings decreases and losses, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 24, no. 1, pp. 99-126.

■ Daske, H., L. Hail, C. Leuz en R. Verdi (2008), Mandatory IFRS reporting around the world: Early evidence on the economic consequences, *Journal of Accounting Research* vol. 46, no. 5, pp. 1085-1142.

■ Dechow, P.M. (1994), Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 18, pp. 3-42.

■ Dechow, P.M. en I. Dichev (2002), The quality of accruals and earnings: The role of accounting estimation errors, *The Accounting Review*, vol. 77, supplement 2002, pp. 35-59.

■ Dechow, P. M., S. Richardson en I. Tuna (2003), Why are earnings kinky?: An examination of the earnings management

explanation, *Review of Accounting Studies*, vol. 8, no. 2/3, pp. 355-384.

■ DeGeorge, F., J. Patel en R. Zeckhauser (1999), Earnings management to exceed thresholds, *The Journal of Business*, vol. 72, pp. 1-33.

■ Doran, D.T. (1995), Earnings performance and interim reporting, *Journal of Applied Business Research*, vol. 11, no. 1, pp. 67-72.

■ Durtschi C, en P. Easton (2005), Earnings management? The shapes of the frequency distributions of earnings metrics are not evidence ipso facto, *Journal of Accounting Research*, vol. 43, no. 4, pp. 557-592.

■ Durtschi C, en P. Easton (2009), Earnings Management ? Erroneous Inferences Based on Earnings Frequency Distributions, *Journal of Accounting Research*, vol. 47, no. 5, pp. 1249-1281.

■ Ettredge, M., V. Richardson en S. Scholz (2000), The effect of the external accountant's review on the timing of adjustments to quarterly earnings, *Journal of Accounting Research*, vol. 38, pp. 195-208.

- Ewalds, S.G., M.B.J. Schauten en O.W. Steenbeek (2000), De informatieve waarde van kwartaalcijfers, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 74, no. 7/8, pp. 333-341.
- Goel, A.M. en A.V. Thakor (2003), Why do firms smooth earnings?, *The Journal of Business*, vol. 76, pp. 151-192.
- Graham, J., C. Harvey en S. Rajpogal (2005), The economic implications of corporate financial reporting, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 40, nos. 1-3, pp. 3-73.
- Healy, P.M. en J.M. Wahlen (1999), A review of the earnings management literature and its implications for standard setting, *Accounting Horizons*, vol. 13, pp. 365-383.
- Hooghiemstra, R., A. Lammerink en T. Marra (2008), Resultaatmanipulatie en de auditcommissie, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 82, no. 9, september, pp. 370-380.
- International Accounting Standards Board (1998), *IAS 34 Interim Financial Reporting*, London, IASCF Publications Department.
- Jacob J. en B.N. Jorgensen (2007), Earnings management and accounting income aggregation, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 43, nos. 2-3, pp. 369-390.
- Kerstein J. en A. Rai (2007), Intra-year shifts in the earnings distribution and their implications for earnings management, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 44, no. 3, pp. 399-419.
- Lang, M., J.S. Raedy en W. Wilson (2006), Earnings management and cross-listing: Are reconciled earnings comparable to US earnings, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 42, pp. 255-283.
- Leuz, C., D. Nanda en P.D. Wysocki (2003), Earnings management and investor protection: an international comparison, *Journal of Financial Economics*, vol. 69, pp. 505-527.
- Myers, J.N., L.A. Myers en D.J. Skinner (2007), Earnings momentum and earnings management, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, vol. 22, pp. 249-284.
- Vergoossen, R.G.A. (2007), Tussentijdse financiële verslaggeving en de overgang naar IFRSs, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 81, no. 5, pp. 186-196.