

2011
2012

BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN

*master in de toegepaste economische wetenschappen:
handelsingenieur: accountancy en financiering*

Masterproef

*Relatie tussen vrijwillige winstvoorspellingen en
winststuring in de context van een IPO*

Promotor :
Prof. dr. Nadine LYBAERT

Rik Janssens

*Masterproef voorgedragen tot het bekomen van de graad van master in de toegepaste
economische wetenschappen: handelsingenieur, afstudeerrichting accountancy en
financiering*

2011
2012

BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN

*master in de toegepaste economische wetenschappen:
handelsingenieur: accountancy en financiering*

Masterproef

*Relatie tussen vrijwillige winstvoorspellingen en
winststuring in de context van een IPO*

Promotor :
Prof. dr. Nadine LYBAERT

Rik Janssens

*Masterproef voorgedragen tot het bekomen van de graad van master in de toegepaste
economische wetenschappen: handelsingenieur, afstudeerrichting accountancy en
financiering*

Woord vooraf

Deze masterproef vormt het sluitstuk van mijn opleiding 'Toegepaste Economische Wetenschappen: Handelsingenieur' aan de Universiteit Hasselt. Ik heb gekozen voor de afstudeerrichting Accountancy en Financiering en logischerwijze behandelt deze masterproef een onderwerp dat binnen deze afstudeerrichting past. Het is echter onmogelijk om als student een kwalitatieve masterproef af te leveren zonder de hulp van anderen. Langs deze weg zou ik dan ook enkele personen willen bedanken.

Eerst en vooral natuurlijk mijn promotor, Prof. Dr. Nadine Lybaert. Zij heeft mij dit academiejaar zeer goed begeleid bij het schrijven van deze masterproef. Ik kon altijd bij haar terecht als er onduidelijkheden waren en mede door haar kritische, tussentijdse evaluaties doorheen het jaar is deze masterproef geworden tot wat ze nu is.

Daarnaast zou ik ook mevrouw Annelies Stockmans willen bedanken voor haar hulp bij de modellen om het niveau van earnings management te berekenen. Zij is de specialist ter zake op de Universiteit Hasselt dus ik ben erg tevreden dat ze mij hiermee heeft willen helpen.

Voorts zou ik ook mijn ouders en mijn broer willen bedanken voor hun steun tijdens de afgelopen jaren. Zij hebben mij de kans gegeven om universitaire studies aan te vatten en ik wilde hen dan ook niet teleurstellen. Ook mijn vriendin Anke mag ik hierbij zeker niet vergeten. Zij is gedurende vijf jaar een onmisbare schakel geweest in mijn studententijd.

Tenslotte zou ik ook al mijn klasgenoten van de Universiteit Hasselt willen bedanken voor vijf mooie studentenjaren. Zij hebben er mee voor gezorgd dat ik kan terugkijken op een geslaagde studententijd. De vele klasactiviteiten zullen dan ook voor eeuwig in mijn geheugen gegrift staan.

Samenvatting

Van ondernemingen die naar de beurs trekken, is er voor hun Initial Public Offering nog maar weinig informatie beschikbaar die investeerders en analisten kunnen gebruiken. Daarom moeten deze ondernemingen een prospectus vrijgeven waarin ze allerhande informatie dienen op te nemen die geïnteresseerden zal toelaten om een beter beeld te vormen van de onderneming in kwestie. Een deel van deze informatie is wettelijk verplicht, maar er is ook informatie die vrijwillig opgenomen kan worden, zoals winstvoorspellingen. Het gevaar bestaat dan dat ondernemingen het jaar na hun beursgang hun winsten gaan sturen in de richting van hun voorspellingen. In deze masterproef willen we onderzoeken of dat werkelijk het geval is. We gaan dus de relatie onderzoeken tussen het opnemen van winstvoorspellingen in het prospectus en het niveau van earnings management.

In hoofdstuk 1 wordt er eerst meer uitleg gegeven over het onderzoek en wordt er dieper ingegaan op het praktijkprobleem. Dit is noodzakelijk om de lezer een duidelijk beeld te geven van wat er onderzocht zal worden. In dit hoofdstuk worden ook de centrale onderzoeksvraag en de bijhorende deelvragen opgesteld. Door deze vragen op te lossen, kunnen we een oordeel vellen over de relatie die we onderzoeken. Ook wordt hier al kort besproken hoe deze deelvragen opgelost zullen worden.

Hoofdstuk 2 bevat een antwoord op de eerste deelvraag. Er wordt hier gekeken naar de inhoud van een IPO-prospectus. Deze vraag wordt opgelost aan de hand van een analyse van de wetgeving hieromtrent. Vervolgens bevat dit hoofdstuk ook een literatuurstudie omtrent vrijwillige winstvoorspellingen. De determinanten en de voor- en nadelen van vrijwillige winstvoorspellingen worden besproken. Daarnaast wordt er ook kort gekeken naar het specifieke verhaal van vrijwillige winstvoorspellingen bij een IPO.

Daarna volgt in hoofdstuk 3 een literatuurstudie rond de tweede component van dit onderzoek, earnings management. Eerst wordt er een duidelijke omschrijving van het begrip earnings management gegeven waarna de motieven om aan winststuring te doen, aan bod komen. Op basis van de literatuur hebben we de motieven opgedeeld in vier grote categorieën. Vervolgens bespreken we enkele modellen om het niveau van earnings management te schatten. Die zullen we later nodig hebben in het empirisch onderzoek. Tot slot wordt ook in dit hoofdstuk gekeken naar de situatie bij IPO's.

In hoofdstuk 4 wordt overgegaan op het empirisch onderzoek. Uit de literatuurstudie worden 7 hypothesen opgesteld die later getest zullen worden. Ook zal hier meer uitleg gegeven worden over de dataverzameling en zal de uiteindelijke populatie grondig beschreven worden. Tot slot worden de onderzoeksmethoden beschreven. Dit wil zeggen dat er eerst

twee modellen gekozen worden om het niveau van earnings management te berekenen waarna vervolgens de gebruikte analysetechnieken aan bod komen.

Hoofdstukken 5, 6 en 7 bespreken vervolgens de resultaten van het empirisch onderzoek. In het eerste van deze drie hoofdstukken wordt hypothese 1 getest. Dit gebeurt op de verschillende manieren die in hoofdstuk 4 besproken zijn. Hetzelfde gebeurt met de andere hypothesen. In hoofdstuk 6 komen hypothesen 2 en 3 aan bod. Hoofdstuk 7 tenslotte bespreekt de resultaten in verband met hypothesen 4 tot en met 7.

In het afsluitende hoofdstuk, hoofdstuk 8, wordt er met een kritische blik teruggekeken op het empirisch onderzoek. Eerst worden de conclusies over de verschillende hypothesen getrokken aan de hand van de resultaten die in hoofdstukken 5, 6 en 7 besproken zijn. Vervolgens worden ook de problemen in de werkwijze en resultaten hier besproken. Voorts worden in dit hoofdstuk ook adviezen gegeven aan toekomstige onderzoekers, beleidsmakers en ondernemingen.

Inhoudsopgave

Woord vooraf	I
Samenvatting	III
Inhoudsopgave	V
Hoofdstuk 1: Probleemstelling	1
1.1 Situering van het onderzoek	1
1.2 Praktijkprobleem.....	2
1.3 Centrale onderzoeksvraag en deelvragen.....	3
Hoofdstuk 2: Vrijwillige winstvoorspellingen	7
2.1 De inhoud van een IPO-prospectus.....	7
2.1.1 Wetgeving	7
2.1.2 Schema met minimale informatievereisten.....	9
2.2 Determinanten van vrijwillige rapportering van winstvoorspellingen	11
2.2.1 Corporate Governance	12
2.2.2 Andere factoren	13
2.3 Voor- en nadelen van vrijwillige winstvoorspellingen	14
2.4 Vrijwillige winstvoorspellingen in een IPO-prospectus.....	15
Hoofdstuk 3: Earnings Management	19
3.1 Definitie	19
3.2 Motieven tot earnings management	22
3.2.1 Beursgerelateerde motieven	23
3.2.2 Politieke motieven	25
3.2.3 Contractuele motieven.....	25
3.2.4 Verandering van management.....	27
3.3 Modellen om earnings management te berekenen	27
3.4 Earnings management bij een IPO	29
3.4.1 Earnings management voor een IPO.....	29
3.4.2 Vrijwillige winstvoorspellingen en earnings management	30
3.4.3 Earnings management na een IPO	31

Hoofdstuk 4: Onderzoeksopzet	33
4.1 Hypotheses.....	33
4.2 Dataverzameling.....	35
4.3 Beschrijving van de populatie	38
4.4 Onderzoeksmethoden.....	43
4.4.1 Berekening earnings management	43
4.4.2 Analysetechnieken	47
Hoofdstuk 5: Toetsing hypothese 1	53
5.1 Cormier & Martinez – gec.	53
5.2 Cormier & Martinez – enk.....	55
5.3 DeAngelo – gec.....	56
5.4 DeAngelo – enk.	57
Hoofdstuk 6: Toetsing hypotheses 2 en 3	59
6.1 Cormier & Martinez – gec.	59
6.2 DeAngelo – gec.....	61
Hoofdstuk 7: Toetsing hypotheses 4 tot en met 7	63
7.1 Cormier & Martinez – gec.	63
7.2 Cormier & Martinez – enk.....	67
7.3 DeAngelo – gec.....	70
7.4 DeAngelo – enk.	73
Hoofdstuk 8: Discussie	79
8.1 Conclusies.....	79
8.2 Aanbevelingen.....	82
Lijst van geraadpleegde werken	85

Hoofdstuk 1: Probleemstelling

Dit inleidende hoofdstuk begint met een situering van het onderzoek en een bespreking van het praktijkprobleem. Dit wordt respectievelijk besproken in sectie 1 en 2. Nadien worden de centrale onderzoeksvraag en de bijhorende deelvragen opgesteld in sectie 3. Tot slot van dit inleidende hoofdstuk zal er in sectie 4 een korte beschrijving volgen van de onderzoeksmethoden die gebruikt worden.

1.1 Situering van het onderzoek

Over ondernemingen die een beursgang ondernemen, is er vaak nog erg weinig bekend bij het grote publiek. Investeerders zijn tot op dat ogenblik namelijk niet geïnteresseerd in zo'n onderneming (Bilson et al., 2007). Voor hen valt er daar vóór een beursgang immers nog geen geld te rapen. Dit heeft tot gevolg dat wanneer de onderneming naar de beurs trekt, een heleboel informatie bekend gemaakt moet worden om de investeerders in te lichten over het bedrijf. Ook financiële analisten hebben nood aan deze informatie, aangezien zij voor een beursgang ook amper aandacht besteden aan deze ondernemingen (Bilson et al, 2007). Na een Initial Public Offering, ook IPO genoemd, worden deze ondernemingen ineens wel interessant voor analisten en investeerders. Een IPO-markt is een markt waarin investeerders een beeld moeten vormen van ondernemingen, die vaak nog erg jong zijn, zonder dat er voorafgaande informatie beschikbaar is waarop ze hun beslissingen kunnen baseren (Aerts & Cheng, 2011).

Daarom worden bedrijven die naar de beurs trekken, verplicht om een prospectus op te stellen, dat goedgekeurd moet worden door een toezichhoudend orgaan. Dit prospectus vergezelt en begeleidt hen door de Initial Public Offering en bevat er informatie over. Het bevat onder meer een presentatie van de onderneming in kwestie, een beschrijving van haar risico's en een samenvatting van haar historische resultaten. De inhoud van zo'n prospectus ligt niet helemaal wettelijk vast, maar is voor een deel vrij te kiezen door een onderneming. Dit is erg belangrijk aangezien een onderneming op deze manier vrijwillig meer informatie kan verschaffen aan investeerders en financiële analisten. Een prospectus kan er op deze manier voor zorgen dat de informatieasymmetrie tussen een onderneming en haar geïnteresseerden vermindert en in het ideale geval zelfs volledig verdwijnt. Het spreekt bijgevolg voor zich dat het prospectus een belangrijk document is bij een investeringsbeslissing.

De inhoud van een prospectus is zoals reeds aangehaald niet volledig wettelijk vastgelegd. Elke onderneming is in zekere mate vrij om te kiezen wat er in opgenomen wordt. Om excessen tegen te gaan en om de investeerders te beschermen, hebben het Europese

Parlement en de Raad van de Europese Unie een richtlijn opgesteld betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten (Richtlijn 2003/71/EG). Deze richtlijn van 4 november 2003 is een handige leidraad voor ondernemingen die een IPO ondernemen en werd gevolgd door Verordening (EG) Nr. 809/2004. In België zijn de prospectusrichtlijn en – verordening omgezet in de Wet van 16 juni 2006: de Wet op de openbare aanbieding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereglementeerde markt, de zogenaamde Prospectuswet. Naast de verplichte informatie blijkt ook dat een onderneming veel informatie vrijwillig bekend kan maken aan het publiek. Dit zorgt er dan voor dat investeerders en analisten een correcter beeld krijgen van de onderneming wat de kans op een goede investeringsbeslissing verhoogt. Investeerders zijn immers niet geneigd om te investeren in een onderneming waar ze niets van weten.

Een belangrijke vorm van vrijwillige financiële informatie die opgenomen kan worden in een prospectus, zijn winstvoorspellingen. Hiermee geeft een onderneming aan welk beeld zij zelf heeft van de toekomst en wat zij verwacht voor de komende jaren. Het geeft ook een beeld van de groei van een onderneming aangezien de verwachte, toekomstige resultaten meteen vergeleken kunnen worden met de historische resultaten. De investeerder kan al deze informatie dan gebruiken om een beslissing te nemen in verband met een mogelijke participatie in de onderneming. Ook analisten kunnen gebruik maken van deze informatie om raad te geven aan potentiële investeerders.

1.2 Praktijkprobleem

Het gerapporteerde resultaat van een onderneming wordt vaak als belangrijkste performantiemaatstaf aanzien. Share- en stakeholders gebruiken de winstcijfers om een oordeel te vellen over de prestaties van een onderneming. Zo bepalen investeerders op basis van winstcijfers of ze hun geld in een onderneming willen stoppen en zijn deze cijfers de bouwstenen van de adviezen van financiële analisten. Daarom is het van belang dat deze cijfers op een correcte en betrouwbare manier voorgesteld worden in de financiële staten. Dit is echter niet altijd het geval. Enkele schandalen zoals Enron en Lernout & Hauspie doen de twijfels omtrent de correctheid van de gerapporteerde resultaten hoog oplaaieren. Bij deze ondernemingen waren de cijfers immers erg gemanipuleerd.

Earnings management is een techniek die aangewend wordt om de resultaten van een bedrijf te sturen. Deze winststuring zorgt uiteraard voor een vertekend, minder realistisch beeld. Aerts en Cheng (2011) vonden dat dit ook voor een IPO problemen kan vormen. Aangezien investeerders daar voornamelijk zullen verdergaan op de informatie die in het prospectus

staat, bestaat de kans dat ondernemingen hun gegevens in het prospectus zo opportunistisch mogelijk zullen voorstellen.

Men zou kunnen stellen dat een onderneming die publiek gaat, best zo veel mogelijk vrijwillige informatie in haar prospectus opneemt zodat investeerders en analisten een zo goed mogelijk beeld krijgen. Dit zou echter een veel te snelle conclusie zijn aangezien ondernemingen zich steeds kwetsbaarder opstellen naargelang ze meer informatie vrijgeven. In het geval van winstvoorspellingen, die niet verplicht vrijgegeven moeten worden, is het bijvoorbeeld logisch dat investeerders de winst in de jaren na de IPO gaan vergelijken met de voorspellingen die in het prospectus staan. Wanneer de voorspellingen dan niet correct blijken te zijn, zal die onderneming veel vertrouwen verliezen bij de investeerders. Ook voor de toekomst is dit een negatieve evolutie aangezien de geïnteresseerden de voorspellingen van de onderneming niet meer als geloofwaardig zullen beschouwen.

Het gevaar bestaat dan dat bedrijven die hun vrijwillig gerapporteerde winstvoorspellingen niet halen, hun toevlucht zullen zoeken tot earnings management. Ze kunnen hun winst gaan sturen in de richting van hun winstvoorspellingen. Aangezien het resultaat van de onderneming als belangrijkste performantiemaatstaf aanzien wordt en vele beslissingen en adviezen steunen op het winstcijfer, is het belangrijk dat dit cijfer op een betrouwbare manier voorgesteld wordt. Dat dit niet altijd het geval is, ondervinden Cormier en Martinez (2006) en Gramlich en Sorensen (2004) in hun artikels over IPO's in respectievelijk Frankrijk en Denemarken. In België is er echter nog geen bewijs voor de relatie tussen vrijwillige winstvoorspellingen en earnings management bij een IPO voorhanden. In dit onderzoek wordt deze relatie, in navolging van enkele andere landen, getest voor Belgische IPO's.

1.3 Centrale onderzoeksvraag en deelvragen

De analyse van het praktijkprobleem in de vorige sectie heeft geleid tot het opstellen van de centrale onderzoeksvraag. Deze luidt als volgt:

Wat is de relatie tussen vrijwillige winstvoorspellingen en earnings management na een Initial Public Offering bij Belgische ondernemingen?

De centrale onderzoeksvraag zal opgelost worden aan de hand van enkele andere onderzoeksvragen. Het antwoord op deze deelvragen zal gevonden worden hetzij na een literatuurstudie, hetzij na persoonlijk empirisch onderzoek. Voor we de centrale onderzoeksvraag kunnen oplossen, is het bijvoorbeeld van belang dat we een beter inzicht krijgen in de centrale topics van deze masterproef. Er zal bijgevolg eerst een literatuurstudie gehouden worden naar vrijwillige financiële verslaggeving, en dan meer bepaald

winstvoorspellingen, in een IPO-prospectus enerzijds en naar earnings management anderzijds. Pas wanneer we deze topics voldoende begrijpen, kunnen we overgaan tot het empirisch onderzoek. Deze noodzaak leidt ons tot de eerste twee deelvragen:

Deelvraag 1: Wat is de inhoud van een IPO-prospectus?

In hoofdstuk 2 wordt gekeken naar de inhoud van een IPO-prospectus. We zullen grondig bespreken waarom het nodig is om bij een IPO een prospectus te schrijven. De wetgeving rond IPO's wordt bovendien onderzocht om een duidelijke omschrijving te geven van wat verplicht en wat vrijwillig opgenomen kan worden in een IPO-prospectus. De focus ligt hierbij vooral op de opname van vrijwillige winstvoorspellingen. Nadat het prospectus besproken is, wordt er overgegaan tot een literatuurstudie in verband met vrijwillige winstvoorspellingen.

De belangrijkste onderwerpen van deze studie zijn de determinanten en de voor- en nadelen van vrijwillige winstvoorspellingen en wat bepaalt of een onderneming vrijwillige winstvoorspellingen opneemt in haar prospectus. Vrijwillige winstvoorspellingen worden in de literatuur vaak gebruikt als proxy voor vrijwillige financiële verslaggeving. Dit wil zeggen dat een onderzoek naar vrijwillige financiële verslaggeving gevoerd wordt aan de hand van gegevens over vrijwillige winstvoorspellingen. De literatuurstudie naar vrijwillige winstvoorspellingen zal bijgevolg ook artikels bevatten die handelen over vrijwillige financiële verslaggeving in het algemeen.

Deelvraag 2: Wat is earnings management?

De tweede deelvraag wordt opgelost in hoofdstuk 3. Het begrip earnings management wordt eerst gedefinieerd aan de hand van de literatuur die voorhanden is rond dit thema. Een massa literatuur is beschikbaar rond earnings management, maar er wordt gekozen voor enkele belangrijke artikels die alles goed samenvatten. Na de definitie zal een duidelijke omschrijving gegeven worden van hoe een onderneming precies aan earnings management kan doen. Vervolgens worden de belangrijkste motieven voor earnings management onderzocht. Deze motieven kunnen in verschillende categorieën onderverdeeld worden die één voor één besproken worden.

Niet al deze motieven zullen een rol van betekenis spelen bij ondernemingen die een IPO aanvatten, maar een voorafgaande analyse van de motieven is onmisbaar bij een studie over earnings management. Daarnaast zullen we ook bespreken op welke manieren we earnings management kunnen berekenen. Enkele belangrijke berekeningsmodellen worden besproken op het einde van hoofdstuk 3. Tot slot wordt er een samenvatting gegeven van de literatuur die voorhanden is over de aanwezigheid van earnings management bij een Initial Public Offering. Zowel earnings management voor een IPO als earnings management na een IPO worden besproken.

De derde deelvraag wordt de belangrijkste om de centrale onderzoeksvraag op te lossen. Deze wordt in hoofdstuk 5 opgelost en luidt als volgt:

Deelvraag 3: Halen ondernemingen die vrijwillige winstvoorspellingen in hun IPO-prospectus opnemen het jaar na hun IPO een hoger niveau van earnings management dan ondernemingen die geen vrijwillige winstvoorspellingen in hun IPO-prospectus opnemen?

De resultaten van de eerste twee deelvragen worden deels gebruikt om de derde deelvraag op te lossen. Daarnaast wordt de derde deelvraag opgelost door eigen empirisch onderzoek. Dit empirisch onderzoek is gebaseerd op onderzoeken die in het buitenland reeds gevoerd zijn naar de relatie tussen vrijwillige winstvoorspellingen en earnings management bij een Initial Public Offering (Cormier & Martinez, 2006; Gramlich & Sorensen, 2004). Uiteraard worden deze eerdere onderzoeken niet gekopieerd, maar wordt het onderzoek aangepast aan de heersende Belgische omstandigheden.

We voeren ons onderzoek uit op Belgische ondernemingen die sinds 2003 publiek gegaan zijn. Dat was immers het jaar waarin de EU-richtlijn in verband met het IPO-prospectus bekendgemaakt werd. Voor onze populatie onderzoeken we dan of ze al dan niet winstvoorspellingen opgenomen hebben in hun prospectus en of ze het jaar nadien hun winsten gestuurd hebben in de richting van deze voorspellingen. We bekijken per onderneming dus enkel de resultaten van het jaar na hun beursgang om na te gaan of er earnings management aan te pas kwam.

Nadat de eerste drie deelvragen opgelost zijn, kan het onderzoek nog uitgebreid worden met enkele bijkomende deelvragen. Deze bijkomende vragen zullen ervoor zorgen dat we een beter begrip krijgen van de resultaten van de derde deelvraag. De mogelijke relatie die in deelvraag 3 gevonden wordt, kan immers afhankelijk zijn van bepaalde factoren die meer aandacht vereisen. Deelvraag 4 wordt dan als volgt geformuleerd:

Deelvraag 4: Is er meer opwaarts earnings management of neerwaarts earnings management te observeren?

Een mogelijk onderzoekspunt zou immers zijn om na te gaan welke ondernemingen het hoogste niveau van earnings management halen na hun winstvoorspellingen. Dit kunnen de ondernemingen zijn die minder winst boeken dan voorspeld of de ondernemingen die meer winst boeken dan voorspeld. Beide groepen hebben namelijk motieven om aan earnings management te doen.

Enerzijds zouden we kunnen veronderstellen dat ondernemingen die minder goed presteren dan voorspeld, meer hun toevlucht zullen zoeken tot earnings management om toch aan de verwachtingen van het publiek te kunnen voldoen. Anderzijds lijkt het logisch dat ondernemingen die betere resultaten halen dan verwacht, hun winsten zullen afkomen tot ze

overeenstemmen met de voorspelde winsten. Het halen van de voorspelde resultaten zal er immers toe leiden dat de geloofwaardigheid van een onderneming sterk toeneemt waardoor de interesse in de onderneming mee groeit. Bovendien zullen de verwachtingen voor de komende jaren hoger komen te liggen wanneer ze winsten rapporteren die hoger zijn dan verwacht wat ervoor zal zorgen dat ze die verwachtingen in de toekomst moeilijker zullen kunnen nakomen. Deze contrasterende verwachtingen hebben geleid tot deelvraag 4, die besproken en opgelost wordt in hoofdstuk 6:

Tot slot kunnen we ook nog onderzoeken welke andere variabelen een mogelijke invloed hebben op het niveau van het earnings management van een onderneming het jaar na een beursgang. Dit wordt onderzocht in deelvraag 5.

Deelvraag 5: Welke andere variabelen bepalen of een onderneming meer of minder aan earnings management gaat doen?

Bepaalde variabelen kunnen een beperkende invloed hebben, terwijl andere variabelen het niveau net zullen verhogen. Mogelijke variabelen die een invloed kunnen hebben op earnings management zijn bijvoorbeeld de grootte van een onderneming, de boekhoudstandaarden die de onderneming volgt, de auditor die door de onderneming aangesteld is en de schuldgraad van een onderneming. De variabelen die onderzocht worden, halen we uit de literatuurstudie in hoofdstuk 2 en 3. Zowel de literatuur in verband met vrijwillige winstvoorspellingen als de literatuur in verband met earnings management is hierbij van belang. De mogelijke relatie tussen deze variabelen en de mate van earnings management wordt in deze laatste deelvraag in hoofdstuk 7 onderzocht en besproken.

Hoofdstuk 2: Vrijwillige winstvoorspellingen

De informatieasymmetrie tussen een onderneming die een Initial Public Offering onderneemt en haar doelpubliek, in het bijzonder investeerders en financiële analisten, is groot. Vóór een beursgang is dat doelpubliek immers nog helemaal niet geïnteresseerd in de onderneming in kwestie. Daarnaast zijn de informatieverplichtingen voor ondernemingen die niet beursgenoteerd zijn, veel kleiner dan voor ondernemingen die dat wel zijn. Bijgevolg is er duidelijk minder informatie beschikbaar over een onderneming die niet beursgenoteerd is, wat de grote informatieasymmetrie mee verklaart. Om die asymmetrie te overbruggen, moet een onderneming die publiek gaat een heleboel informatie bekend maken aan de buitenwereld.

Deze informatie wordt vrijgegeven in een prospectus dat bij de Initial Public Offering hoort. Het geldt als een begeleidend document om de beursgang zo vlot mogelijk te laten verlopen. Een prospectus is verplicht bij een IPO en moet goedgekeurd worden door een toezichthoudend orgaan alvorens de beursgang plaats kan vinden. In sectie 1 bespreken we het wettelijke kader rond een IPO-prospectus. De focus ligt hierbij vooral op de inhoud van een prospectus. In sectie 2 wordt onderzocht welke factoren bepalen of een onderneming al dan niet aan vrijwillige verslaggeving van winstvoorspellingen doet. Sectie 3 behandelt vervolgens de voor- en nadelen van vrijwillige winstvoorspellingen waarna sectie 4 tot slot informatie geeft over vrijwillige winstvoorspellingen bij een Initial Public Offering.

2.1 De inhoud van een IPO-prospectus

2.1.1 Wetgeving

Het laatste decennium heeft de Europese Unie de wetgeving in verband met een Initial Public Offering gecentraliseerd. In 2003 hebben het Europese Parlement en de Raad van de Europese Unie een richtlijn opgesteld betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten. Deze richtlijn kwam er ter vervanging van een richtlijn uit 2001. Een richtlijn op Europees vlak is juridisch bindend vanaf het ogenblik dat ze omgezet is in een wet op nationaal vlak. De lidstaten kunnen de inhoud van die wet dan naar eigen goedgevonden vormgeven. Vervolgens publiceerde de Europese Commissie een verordening ter uitvoering van de richtlijn van november 2003. Deze verordening behandelt de te verstrekken minimuminformatie in het prospectus, de vormgeving van het prospectus, de opname van informatie door middel van verwijzing, de publicatie van het prospectus en de verspreiding van advertenties.

In tegenstelling tot een richtlijn is een verordening wel meteen juridisch bindend, wat betekent dat de ondernemingen deze verordening rechtstreeks moeten volgen. Daarenboven heeft de wetgever in België deze verordening toegepast in het Belgisch recht, door middel van de wet van 16 juni 2006, de Wet op de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereglementeerde markt, ook wel de Prospectuswet genaamd. Op deze manier weten Belgische ondernemingen die een beursgang overwegen aan welke informatieverplichtingen ze moeten voldoen vooraleer hun IPO kan plaatsvinden.

Een toezichthoudend orgaan moet tot slot het prospectus van elke onderneming goedkeuren alvorens deze onderneming publiek kan gaan. In België was dat tot voor kort de Commissie voor Bank-, Financier- en Assurantiwezen (CBFA), maar begin 2011 zijn de verantwoordelijkheden van deze organisatie opgesplitst over twee andere organisaties (www.cbfa.be). De Nationale Bank van België (NBB) is nu verantwoordelijk voor het toezicht op het financiële stelsel terwijl de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten (FSMA) verantwoordelijk is voor de goede werking, de transparantie en de integriteit van de financiële markten. De FSMA heeft bijgevolg de taak van de CBFA in verband met het prospectus overgenomen. Het prospectus mag pas na goedkeuring door de FSMA worden gepubliceerd (Wet van 16 juni 2006, art 23).

De Prospectuswet bevat verschillende afdelingen die van belang zijn bij het opstellen van een IPO-prospectus. Het bespreekt onder meer de prospectusplicht, de publicatie, de goedkeuring en de vorm van het prospectus. We kunnen in artikel 17 van de wet van 16 juni 2006 lezen dat er een prospectus opgesteld moet worden bij elke openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten op het Belgische grondgebied en op elke toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een Belgische gereglementeerde markt. Artikel 21 van de Prospectuswet geeft aan dat het prospectus ten minste drie werkdagen vóór het einde van de openbare aanbidding en, alleszins, ten laatste op de aanvangsdag ervan beschikbaar moet worden gesteld aan het publiek. In artikel 28 vinden we ten slotte dat de uitgevende onderneming het prospectus kan opstellen in de vorm van één enkel document of in de vorm van verschillende afzonderlijke documenten.

Wat in dit onderzoek echter van groot belang is, is de inhoud van het prospectus. Artikel 24 van de wet van 16 juni 2006 bepaalt dat het prospectus "alle gegevens moet bevatten die, in het licht van de specifieke aard van de uitgevende instelling en van de aan het publiek aangeboden of tot de verhandeling op een gereglementeerde markt toe te laten effecten, de noodzakelijke informatie vormen om de beleggers in staat te stellen zich met kennis van zaken een oordeel te vellen over het vermogen, de financiële positie, het resultaat en de vooruitzichten van de uitgevende instelling en de eventuele garant, en over de aan deze

effecten verbonden rechten". Dit is echter een erg abstracte omschrijving. Daarom gaan we dit grondiger onderzoeken.

Artikel 26 van de wet van 16 juni 2006 bepaalt dat de minimuminformatie die in het prospectus opgenomen moet worden, vastgesteld wordt door de verordening van de Europese Commissie uit 2004, behoudens enkele kleine, minder belangrijke, uitzonderingen. Artikels 3 en verder van deze verordening van de Europese Commissie bespreken de minimuminformatie die opgenomen moet worden in een prospectus bij een Initial Public Offering. Deze minimuminformatie is door de Europese Commissie uitgewerkt in vastgelegde schema's die een onderneming moeten helpen om een prospectus op te stellen. De schema's zijn opgesteld voor het opstellen van het registratiedocument en de verrichtingsnota van de verschillende vormen van effecten die aan het publiek aangeboden kunnen worden. Het gaat hier bijvoorbeeld om aandelen, obligaties en derivaten. Al deze schema's worden weergegeven in de bijlagen van deze verordening. In de volgende subsectie wordt enkel het schema besproken dat de minimale informatievereisten voor het registratiedocument voor aandelen bevat. Dit vinden we in bijlage 1 van de verordening van de Europese Unie. De andere schema's zijn gelijkaardig opgesteld en zijn bijgevolg niet zo verschillend van het schema voor de aandelen.

2.1.2 Schema met minimale informatievereisten

Het schema met de minimale informatievereisten voor het registratiedocument voor aandelen bestaat uit 25 hoofdstukken. Elk hoofdstuk geeft uitleg over mogelijke informatie die in een prospectus opgenomen kan worden. Een onderneming die een prospectus opstelt, zou deze hoofdstukken moeten overlopen om ervoor te zorgen dat de correcte informatie in het prospectus opgenomen wordt. Niet alle hoofdstukken moeten door elke onderneming opgenomen worden. Een onderneming moet bij bepaalde hoofdstukken zelf beslissen of ze al dan niet op haar van toepassing zijn. Daarnaast zijn er ook hoofdstukken die door elke onderneming opgenomen moeten worden, maar waarvan de hoeveelheid informatie die opgenomen wordt, vrij te kiezen is door de onderneming. We spreken dan van vrijwillige informatie. De 25 hoofdstukken staan opgesomd in Tabel 1.

Tabel 1: Schema met minimale informatievereisten

1	Verantwoordelijke personen
2	Met de wettelijke controle belaste accountants
3	Voornaamste financiële informatie
4	Risicofactoren
5	Gegevens over de uitgevende instelling
6	Overzicht van de bedrijfsactiviteiten
7	Organisatiestructuur
8	Onroerende goederen, technische installaties en uitrusting
9	Bedrijfsresultaten en financiële toestand
10	Kapitaalmiddelen
11	Onderzoek en ontwikkeling, octrooien en licenties
12	Tendensen
13	Winstprognoses of -ramingen
14	Bestuurs-, leidinggevende en toezichthoudende organen en bedrijfsleiding
15	Bezoldigingen en voordelen
16	Werking van het bestuursorgaan
17	Werknemers
18	Belangrijkste aandeelhouders
19	Transacties met verbonden partijen
20	Financiële gegevens betreffende het vermogen, de financiële positie en de resultaten van de uitgevende instelling
21	Aanvullende informatie
22	Belangrijkste overeenkomsten
23	Informatie van derden, deskundigenverklaring en belangenverklaringen
24	Ter inzage beschikbare documenten
25	Informatie over deelnemingen

Bron: Eigen verwerking op basis van Verordening (EG) Nr. 809/2004 van de Commissie van 29 april 2004.

De hoofdstukken die in deze subsectie belangrijk zijn, hebben uiteraard betrekking op de financiële prestaties van de onderneming. Hoofdstukken 3, 9 en 20 vertellen welke historische financiële informatie ondernemingen moeten opnemen in hun prospectus. In hoofdstuk 3, Voornaamste financiële informatie, moeten de kerngegevens vrijgegeven worden die een algemeen beeld geven van de financiële toestand van de uitgevende onderneming. Bovendien moet de vergelijking gemaakt worden met voorgaande periodes. Redenen voor materiële veranderingen in de financiële toestand van de onderneming of in de resultaten moeten besproken worden. Ook hoofdstuk 9, Bedrijfsresultaten en financiële toestand, geeft aan dat het belangrijk is om deze informatie bekend te maken, maar gaat hier iets dieper op in.

Hoofdstuk 20, Financiële gegevens betreffende het vermogen, de financiële positie en de resultaten van de uitgevende instelling, breidt deze informatieverplichting nog uit. Dit hoofdstuk stelt dat de resultaten van de laatste drie jaren verplicht vrijgegeven en besproken moeten worden. De volgende zaken moeten daarom voor de laatste drie boekjaren opgenomen worden in het prospectus: de balans, de winst- en verliesrekening, een overzicht van de vermogensmutaties, een kasstroomoverzicht en de grondslagen voor financiële verslaggeving en toelichtingen. Het is belangrijk dat deze informatie pas opgenomen kan worden wanneer ze gecontroleerd is door een accountant. Daarnaast moet pro forma financiële informatie opgenomen worden die een beeld geeft van de huidige situatie binnen de onderneming.

Hoofdstuk 13, Winstprognoses of -ramingen, geeft informatie over het vrijgeven van toekomstige financiële informatie. Hier kunnen we lezen dat een onderneming niet verplicht is om voorspellingen van toekomstige resultaten in haar prospectus op te nemen. Wanneer een onderneming wel vrijwillige winstvoorspellingen wil vrijgeven, moet deze informatie aan bepaalde voorwaarden voldoen. De voornaamste hypothesen die aan de grondslag liggen van de winstvoorspellingen van de onderneming moeten verklaard worden. Er moet hierbij een duidelijk onderscheid gemaakt worden tussen enerzijds de hypothesen die rekening houden met factoren die beïnvloed kunnen worden door de ondernemingsleiding en anderzijds de hypothesen waarop de bestuursorganen geen invloed kunnen uitoefenen. Het is ook belangrijk dat deze hypothesen specifiek, precies en makkelijk te begrijpen zijn voor de beleggers.

Ook de winstvoorspellingen moeten door een onafhankelijke accountant gecontroleerd worden. Deze moet een verslag opstellen waarin hij verklaart dat de voorspelling in zijn ogen naar behoren opgesteld is op basis van de vermelde grondslagen. De boekhoudkundige grondslag voor de opstelling van de winstvoorspellingen moet in overeenstemming zijn met de grondslagen voor de financiële verslaggeving van de uitgevende instelling. Tot slot is het van belang dat de winstvoorspellingen opgesteld worden op een basis die vergelijkbaar is met die van de historische financiële informatie. Enkel wanneer vergelijking met het verleden mogelijk is, kan de lezer een duidelijk oordeel vellen over de winstvoorspellingen.

2.2 Determinanten van vrijwillige rapportering van winstvoorspellingen

Vrijwillige financiële verslaggeving is een belangrijk onderzoeksgebied in de academische wereld. Er is dan ook al veel literatuur over voorhanden. Omdat vele artikels dezelfde onderwerpen bespreken en de resultaten vaak hetzelfde zijn, wordt hier vooral gewerkt met

enkele artikels die vrijwillige verslaggeving van winstvoorspellingen als proxy gebruiken voor vrijwillige financiële verslaggeving (Ruland et al., 1990; Ajinkya et al., 2005; Karamanou & Vafeas, 2005; Yhim et al., 2003). In de eerste subsectie wordt er ingegaan op corporate governance, de belangrijkste determinant van vrijwillige verslaggeving van winstvoorspellingen. Enkele andere factoren worden in de tweede subsectie besproken.

2.2.1 Corporate Governance

Een relatie die in de wetenschappelijke literatuur al vaak werd onderzocht, is die tussen corporate governance en het bekendmaken van vrijwillige winstvoorspellingen. Hierbij worden de verschillende aspecten van een goede corporate governance belicht. Een voorbeeld hiervan is het artikel van Karamanou en Vafeas (2005). Zij onderzoeken de invloed van de Raad van Bestuur en het auditcomité op de mate van vrijwillige winstvoorspellingen. Ze concluderen dat ondernemingen met effectieve corporate governance mechanismen meer geneigd zijn om winstvoorspellingen bekend te maken. Daarnaast blijkt dat er meer voorspellingen gemaakt worden wanneer de onderneming slecht nieuws verwacht.

Dit is logisch aangezien het voornaamste doel van corporate governance is dat de aandeelhouders beschermd worden. Deze aandeelhouders lopen natuurlijk het meeste gevaar op vermogensverlies wanneer de onderneming slechte resultaten boekt. Bijgevolg is het belangrijk dat aandeelhouders op dat ogenblik de juiste informatie krijgen van de Raad van Bestuur. Daarnaast zien Karamanou en Vafeas (2005) ook dat de precisie van de winstvoorspellingen daalt wanneer slecht nieuws bekendgemaakt moet worden. Volgens hen wil de ondernemingsleiding de aandeelhouders dan niet misleiden en kiezen ze ervoor om een vagere voorspelling bekend te maken. Tot slot vinden deze auteurs ook dat de accuraatheid van de voorspellingen stijgt wanneer de Raad van Bestuur en het auditcomité effectiever werken.

Ook Ajinkya et al. (2005) onderzoeken de relatie tussen corporate governance en vrijwillige winstvoorspellingen, maar zij gebruiken andere proxies. Waar Karamanou en Vafeas (2005) werken met de Raad van Bestuur en het auditcomité als governancevariabelen, werken Ajinkya et al. (2005) met de mate van institutionele investeerders en het percentage externe bestuurders. Deze variabelen geven eveneens een indicatie van de corporate governance van een onderneming. Ze komen tot de conclusie dat meer institutionele investeerders en een groter percentage externe bestuurders een positieve invloed hebben op het niveau van vrijwillige winstvoorspellingen. Ook vinden zij dat deze voorspellingen specifiek en accurater zijn bij ondernemingen met een goede corporate governance structuur. Het

optimisme van het management bij winstvoorspellingen daarentegen is volgens Ajinkya et al. (2005) negatief gerelateerd aan de onderzochte governance mechanismen.

De invloed van het auditcomité wordt ook onderzocht door Ho en Wong (2001). Ook zij komen tot de conclusie dat ondernemingen met een auditcomité meer aan vrijwillige verslaggeving van winstvoorspellingen doen. Deze voorspellingen blijken vaak ook correcter te zijn door de aanwezigheid van het auditcomité. Ho en Wong (2001) vinden echter geen bewijs dat ondernemingen met een hogere proportie aan onafhankelijke bestuurders meer aan vrijwillige financiële verslaggeving van winstvoorspellingen doen. Dit resultaat staat dus in contrast met het resultaat van Ajinkya et al. (2005). Een hoger percentage familieleden in de Raad van Bestuur heeft volgens Ho en Wong (2001) wel een invloed op het niveau van vrijwillige verslaggeving. Ze vinden een negatieve relatie tussen het percentage familieleden in de Raad van Bestuur en het niveau van vrijwillige verslaggeving.

Dit resultaat wordt deels bevestigd in een onderzoek van Chau en Gray (2010). Wanneer de familie 25% of minder van de aandelen in haar bezit heeft, ligt het niveau van de vrijwillige financiële verslaggeving lager. Bij een participatie van meer dan 25% door de familie wordt er echter meer aan vrijwillige financiële verslaggeving gedaan. Daarnaast concluderen Chau en Gray (2010) dat de aanstelling van een onafhankelijke CEO een positieve invloed heeft op het niveau van vrijwillige verslaggeving. Dit is opnieuw een aanduiding dat een goede corporate governance structuur voor meer vrijwillige winstvoorspellingen zorgt.

2.2.2 Andere factoren

Ruland et al. (1990) onderzoeken enkele andere factoren waarvan zij denken dat ze een motivatie vormen voor managers om vrijwillige winstvoorspellingen vrij te geven. Ze bespreken het bekendmaken van goed nieuws, het verbeteren of bevestigen van voorspellingen van analisten, nieuwe kapitaaluitgiften en de eigendomsstructuur. Deze factoren halen zij uit theorieën en onderzoeken die eerder al gevoerd werden. De factor die de meeste invloed heeft, is de factor in verband met de eigendomsstructuur van ondernemingen. Wanneer eigendom van buitenaf groter is, doen ondernemingen meer aan vrijwillige winstvoorspellingen. Deze relatie wordt bevestigd door een onderzoek van Yhim et al. (2003).

Daarnaast blijkt ook uit het onderzoek van Ruland et al. (1990) dat winstvoorspellingen meer voorkomen bij ondernemingen die het plan hebben om nieuw kapitaal uit te geven. Tot slot blijkt uit dit onderzoek dat onderzoekers meer geneigd zijn om winstvoorspellingen bekend te maken wanneer ze hiermee de voorspellingen van analisten kunnen bevestigen. Ruland et al. (1990) veronderstellen ook dat ondernemingen meer winstvoorspellingen

bekend maken wanneer ze goed nieuws willen brengen aan de buitenwereld, maar deze hypothese wordt niet bevestigd in hun onderzoek.

Raffournier (1995) schetst nog een algemeen beeld van welke ondernemingen het meest aan vrijwillige financiële verslaggeving doen. Het blijkt dat vooral grote, op de internationale markt actieve, ondernemingen meer vrijwillige informatie bekend maken. Dit komt vooral door de druk die buitenlandse markten aan deze ondernemingen opleggen waardoor ze zich verplicht voelen om meer informatie openbaar te maken. Daarnaast hebben ook de grootte van de auditor en de winstgevendheid van de onderneming een positief effect op het niveau van vrijwillige financiële verslaggeving in het algemeen. Tot slot vinden Yhim et al. (2003) dat ondernemingen meer vrijwillige winstvoorspellingen zullen vrijgeven wanneer de variabiliteit van hun winsten daalt. De kwaliteit van de voorspellingen stijgt logischerwijze ook wanneer de winsten minder variabel zijn, aangezien het dan makkelijker is om voorspellingen te doen.

In het algemeen kunnen we dus besluiten dat ondernemingen met een goede corporate governance structuur meer aan vrijwillige financiële verslaggeving van winstvoorspellingen doen. Factoren die een indicatie zijn voor een goede governance structuur zijn onder meer de Raad van Bestuur, het auditcomité, een onafhankelijke CEO en verspreid aandeelhouderschap. Vooral de laatste factor is een belangrijke motivatie voor managers om winstvoorspellingen bekend te maken. Daarnaast zijn ook de uitgifte van nieuw kapitaal en het bevestigen of verbeteren van voorspellingen van analisten belangrijke factoren om voorspellingen vrij te geven. Tot slot zien we dat vrijwillige financiële verslaggeving in het algemeen meer voorkomt bij grote, internationale ondernemingen. Ook de grootte van de auditor en winstgevendheid van de onderneming hebben een positief effect op de mate van vrijwillige verslaggeving van winstvoorspellingen.

2.3 Voor- en nadelen van vrijwillige winstvoorspellingen

Nu we weten welke factoren bepalen of ondernemingen vrijwillige winstvoorspellingen openbaar maken, kunnen we ook kort ingaan op de voor- en nadelen van die informatie. Dan zal ook duidelijker worden waarom vooral grote ondernemingen met een goede corporate governance structuur vrijwillige financiële verslaggeving in het algemeen en vrijwillige verslaggeving van winstvoorspellingen in het bijzonder vrijgeven.

Penman (1980) verklaart dat winstvoorspellingen informatie bevatten die nuttig kan zijn voor de waardebeoordeling van ondernemingen en dus voor de beslissingen van investeerders. Hij geeft aan dat er in winstvoorspellingen informatie zit die verder gaat dan de informatie uit de financiële resultaten van vorige jaren. Met de bekendmaking van vrijwillige

winstvoorspellingen kan een onderneming de informatieasymmetrie die er heerst tussen de onderneming en de buitenwereld, meer bepaald investeerders en financiële analisten, voor een stuk oplossen (Yhim et al., 2003). Dit zal leiden tot een hogere marktwaarde. Een onderneming kan met behulp van vrijwillige verslaggeving een heleboel inside informatie vrijgeven, wanneer ze dit wensen. Zo verkleint de informatiekloof en kunnen investeerders en analisten betere beslissingen en adviezen geven over de onderneming (Chong & Wo, 2007). Vooral bij IPO's kan dit erg nuttig zijn, aangezien er over een private onderneming nog veel minder informatie beschikbaar is dan over een onderneming die al geruime tijd publiek is (Bilson et al., 2007).

Het belangrijkste nadeel van vrijwillige winstvoorspellingen en bijgevolg ook de hoofdreden waarom ondernemingen er vaak weigerachtig tegenover staan om deze voorspellingen vrij te geven, heeft te maken met het feit dat de onderneming vervolgd kan worden indien de uiteindelijke resultaten niet in het verlengde van de voorspellingen liggen (Cao & Narayanamoorthy, 2011). Deze reden is vooral van toepassing in de Verenigde Staten en is in Europa veel minder belangrijk. Het risico op een proces zorgt ervoor dat managers geen voorspelling durven vrijgeven wanneer ze verwachten goede resultaten te behalen. Bovendien zullen ze bij een positieve voorspelling minder informatie opnemen wanneer het risico op een vervolging groter is. Wanneer ze verwachten slechte resultaten te boeken, maken ondernemingen sneller een voorspelling van hun winst bekend zodat ze nadien niet aangesproken kunnen worden op hun slechte resultaten.

Daarnaast kan door een foutieve voorspelling de reputatie en de geloofwaardigheid van het management beschadigd worden. Dit zijn allemaal potentiële kosten die in overweging genomen moeten worden bij de beslissing om al dan niet winstvoorspellingen bekend te maken (Kasznik, 1999; Bilson et al., 2007). Clarkson et al. (1992) vermelden dat een onderneming enkel winstvoorspellingen zou moeten opnemen wanneer de verwachte opbrengsten, in de vorm van een hogere marktwaarde, hoger liggen dan de verwachte kosten.

2.4 Vrijwillige winstvoorspellingen in een IPO-prospectus

Uit de huidige wetgeving in België en Europa blijkt dat een onderneming niet verplicht is om winstvoorspellingen op te nemen in haar prospectus, maar dat dit wel toegelaten is. Verschillende artikelen onderzoeken waarom een onderneming al dan niet winstvoorspellingen bekend maakt in het geval van een Initial Public Offering. Het spreekt voor zich dat enkele redenen die we eerder vonden bij de algemene bespreking van vrijwillige financiële verslaggeving hier niet meer toepasbaar zijn.

Een onderneming die een Initial Public Offering aangaat, staat in een bevoorrechte positie ten opzichte van het publiek dat geïnteresseerd is in deze onderneming. Er is bij dat publiek immers nog maar weinig informatie beschikbaar over zo'n onderneming. De informatiekloof is hier bijgevolg enorm groot en de onderneming beschikt over erg veel inside informatie die ze bekend kan maken aan de buitenwereld. Private ondernemingen zijn immers niet belangrijk voor investeerders en analisten tot op het ogenblik dat deze beslissen om een Initial Public Offering te ondernemen (Bilson et al., 2007). Die informatiekloof moet door de onderneming echter gedeeltelijk gedicht worden door de verplichte informatie in het prospectus bekend te maken. De informatieasymmetrie kan nog kleiner worden wanneer de onderneming besluit om ook vrijwillige financiële verslaggeving vrij te geven.

Vrijwillige winstvoorspellingen zijn hier een erg belangrijk voorbeeld van. Ondernemingen zijn minder geneigd om deze op te nemen wanneer de informatieasymmetrie kleiner is (Chong & Wo, 2007). Jog en McConomy (2003) bevestigen dit. Zij stellen dat vrijwillige winstvoorspellingen de informatieasymmetrie en de onzekerheid die op voorhand heerst over IPO's reduceren. Een lagere informatieasymmetrie zorgt bijgevolg voor een lagere kapitaalkost. Bovendien zorgen winstvoorspellingen ervoor dat een IPO correcter gewaardeerd wordt. Lennox en Park (2006) voegen hier nog aan toe dat de informatieasymmetrie vooral verkleind kan worden wanneer de voorspelling informatie bevat over de waarde van de onderneming. De manager verwacht dan dat de markt sterk zal reageren op de informatie die vervat zit in de winstvoorspelling.

Een onderneming die publiek gaat, beschikt vaak over erg veel positieve informatie over zichzelf. Ze zouden deze informatie bekend kunnen maken, maar het is daarbij belangrijk dat ze dit op een geloofwaardige manier kunnen doen. Enkel dan is het voor een onderneming nuttig om het goede nieuws bekend te maken (Bilson et al., 2007). Deze auteurs tonen vervolgens aan dat de kans op een winstvoorspelling stijgt bij ondernemingen met onder meer een lage variabiliteit in de historische financiële resultaten. Ook oudere ondernemingen en ondernemingen die de laatste jaren voor hun IPO goed presteerden, zijn meer geneigd om winstvoorspellingen vrij te geven. Risicovolle en jonge ondernemingen zouden volgens Bilson et al. (2007) beter geen winstvoorspellingen opnemen in hun prospectus. Daaruit besluiten zij dat het niet efficiënt zou zijn om ondernemingen te verplichten om vrijwillige winstvoorspellingen op te nemen, zoals in andere landen wel gebeurt.

Ook Clarkson et al. (1992) komen tot de conclusie dat ondernemingen die winstvoorspellingen opnemen in hun prospectus, veelal goed nieuws over hun toekomst willen overbrengen, in vergelijking met ondernemingen die dat niet doen. Bovendien concluderen zij dat de marktwaarde van een onderneming stijgt wanneer ondernemingen winstvoorspellingen bekend maken. De idee dat ondernemingen hun private informatie op

een geloofwaardige manier kunnen overbrengen naar investeerders en dat dit gevolgd wordt door een hogere marktwaarde, wordt signaaltheorie genoemd (Clarkson et al., 1992; Yhim et al., 2003).

Zoals reeds kort aangehaald, zorgen vrijwillige winstvoorspellingen voor een correctere waardering van een IPO (Jog & McConomy, 2003). Het is immers vaak erg moeilijk om een juiste prijs te plakken op een IPO, zelfs wanneer de markt stabiel is. Vele IPO's krijgen te maken met underpricing, wat wil zeggen dat de prijs van de aandelen lager ligt dan hun werkelijke waarde. Daarom wordt er erg op aangedrongen om nuttige informatie op te nemen in het prospectus. Vrijwillige winstvoorspellingen zijn hier een goed voorbeeld van, omdat deze informatie niet over het verleden handelt, maar naar de toekomst kijkt. Jog en McConomy (2003) en Bilson et al. (2007) concluderen dat ondernemingen die voorspellingen opnemen, minder te maken krijgen met underpricing dan ondernemingen die geen winstvoorspelling vrijgeven.

Als laatste besluiten zij dat ondernemingen die te optimistische voorspellingen vrijgeven, daarvoor gestraft worden doordat hun resultaten na hun beursgang slechter zijn dan die van ondernemingen die realistisch voorspellen en zij die niet voorspellen. Wanneer een onderneming ervoor kiest om winstvoorspellingen op te nemen, is het dus belangrijk om dit op een realistische manier te doen en niet te optimistisch te werk te gaan. Chong en Wo (2007) bevestigen dit door te stellen dat de markt mechanismen heeft die ervoor zorgen dat optimistische voorspellingen niet leiden tot hogere prijzen. Dit opportunistisch gedrag leidt dus niet tot positieve resultaten in een IPO-setting. Zij stellen hier dat ondernemingen die winstvoorspellingen vrijgeven een langere lockup-periode zouden moeten hebben. Dit zou ervoor zorgen dat er conservatievere voorspellingen zouden gemaakt worden en dat ze hun toekomstige winsten dus niet zouden overschatten.

Naast het bewijs dat ondernemingen met een grotere informatiekloof en ondernemingen die goed nieuws willen bekendmaken, meer geneigd zijn om vrijwillige winstvoorspellingen op te nemen, tonen Chong en Wo (2007) nog iets anders aan. Zij onderstrepen het belang van de auditor en "underwriter" die de IPO mee mogelijk maken. Auditors en underwriters met een betere reputatie zorgen voor conservatievere voorspellingen. Dit leidt dan weer tot betere resultaten na de IPO. Het is dus duidelijk belangrijk om de auditor en underwriter verstandig te kiezen bij een Initial Public Offering.

Tot slot kan ook de invloed van durfkapitalisten op de opname van winstvoorspellingen in een prospectus worden aangehaald. Citron et al. (2009) voeren hier een onderzoek naar. De aanwezigheid van durfkapitalisten wordt door andere onderzoekers al gezien als een manier om de informatieasymmetrie tussen insiders en outsiders van een onderneming te reduceren. In hun onderzoek veronderstellen Citron et al. (2009) dat durfkapitalisten hun reputatie niet op het spel willen zetten met foutieve winstvoorspellingen en dat

ondernemingen die bij een Initial Public Offering gesteund worden door durfkapitalisten, bijgevolg minder geneigd zijn om winstvoorspellingen op te nemen in hun prospectus.

Wanneer voorspellingen toch opgenomen worden, veronderstellen de auteurs dat deze correcter zouden zijn bij ondernemingen die gesteund worden door durfkapitalisten dan bij ondernemingen waar dit niet het geval is. Dit bouwt uiteraard voort op de assumptie dat durfkapitalisten hun reputatie hoog willen houden en zich geen foutieve voorspelling kunnen permitteren. Hoe hoger de reputatie van de durfkapitalist, hoe minder ze geneigd zijn om voorspellingen op te nemen en hoe correcter de voorspellingen zullen zijn wanneer ze dit toch doen. Deze hypothesen worden allen ondersteund door de resultaten van Citron et al. (2009) wat er nog maar eens op wijst dat vrijwillige winstvoorspellingen in een IPO-prospectus belangrijke gevolgen kunnen hebben voor de toekomst van de onderneming.

Hoofdstuk 3: Earnings Management

Earnings management is al jaren een belangrijk onderzoeksgebied binnen de onderzoekswereld rond financiële topics. Ook in dit onderzoek speelt het een belangrijke rol. Daarom zal in dit hoofdstuk een literatuurstudie naar earnings management gehouden worden. In sectie 1 wordt besproken wat earnings management is en worden er enkele definities gegeven. Sectie 2 behandelt vervolgens de motieven die ondernemingen hebben om aan earnings management te doen. In sectie 3 worden enkele modellen om earnings management te berekenen besproken. Tenslotte wordt er een overzicht gegeven van earnings management in de context van een IPO. Dit komt in sectie 4 aan bod.

3.1 Definitie

Gezien de nood aan correcte informatie in verband met de financiële resultaten van een onderneming, spreekt het voor zich dat earnings management de laatste decennia een belangrijk onderzoeksgebied geworden is. Deze nood is er onder meer gekomen door de vele boekhoudschandalen die de bedrijfswereld de laatste decennia getroffen hebben en die vaak het gevolg waren van earnings management.

Verschillende onderzoekers hebben bijgevolg van earnings management hun vakgebied gemaakt wat wil zeggen dat er al veel literatuur voorhanden is over dit onderwerp. Er zijn ook al veel definities beschikbaar van earnings management. Het is uiteraard onmogelijk om al deze definities hier op te sommen. Een definitie die vaak gebruikt wordt, maar te abstract en ruim is, is de definitie van Healy en Wahlen (1999):

'Earnings management occurs when managers use judgment in financial reporting and in structuring transactions to alter financial reports to either mislead some stakeholders about the underlying economic performance of the company or to influence contractual outcomes that depend on reported accounting numbers.'

Aljifri (2007) somt enkele duidelijkere definities op in zijn artikel. Aan de hand van deze definities is het mogelijk om een quasi volledig beeld te geven van wat de complexe materie earnings management precies inhoudt. De definities die Aljifri (2007) aanhaalt zijn, de volgende:

'By earnings management I really mean "disclosure management" in the sense of a purposeful intervention in the external financial reporting process, with the intent of obtaining some private gain.'

'Earnings management is a process of taking deliberate steps within the constraints of generally accepted principles to bring about a desired level of reported earnings.'

'Earnings management generally encompasses a broad range of actions that affect earnings, ranging from "real" operating, investing and financing actions to pure "bookkeeping" actions that affect only accounting measures of earnings.'

Uit deze definities kunnen we enkele belangrijke zaken afleiden die van belang zijn voor een goed begrip van de term earnings management. Ten eerste is het de bedoeling om met earnings management doelbewust private voordelen, hetzij voor de onderneming op zich, hetzij voor bepaalde managers, te halen uit de acties. Managers weten dus perfect wat ze doen en waarom ze het doen. De motieven die managers hebben om hun doel te bereiken, worden in de volgende sectie besproken.

Daarnaast zien we dat er verschillende mogelijkheden zijn om aan earnings management te doen. De waaier aan mogelijkheden is enorm, gaande van echte acties tot puur boekhoudkundige acties. Het gewenste niveau van de winst kan op deze manier bereikt worden. Het verschil tussen echte en boekhoudkundige acties wordt later in deze sectie uitgebreid besproken. Tot slot is het belangrijk om te weten dat earnings management plaatsvindt binnen de algemeen aanvaarde boekhoudstandaarden. De acties die ondernomen worden, zijn dus niet illegaal. Ook hier wordt in het vervolg van deze sectie nog op teruggekomen.

Het is belangrijk om te weten dat er erg veel termen gebruikt worden voor earnings management. Lybaert en Jans (2006) gebruiken termen als creatief boekhouden, winstmanipulatie, window dressing en cooking the books. Andere veelvoorkomende benamingen zijn income smoothing, financial statement management en aggressive accounting. Dit zijn allemaal termen die vaak door mekaar gebruikt worden, omdat ze in het algemeen dezelfde betekenis hebben. Toch moet er aandacht besteed worden aan de verschillende benamingen, aangezien kleine nuances toch voor een licht verschillende betekenis kunnen zorgen. In deze masterproef zal er consistent gewerkt worden met de term earnings management. De Nederlandse term die we zullen gebruiken, is winststuring.

Vaak wordt bij earnings management meteen de link gelegd met fraude, maar dit is onterecht. Dit blijkt uit een studie van Aljifri (2007). Hij geeft aan dat winsten gemanipuleerd worden door een brede waaier van acties, die niet per definitie frauduleus zijn. Zo maakt hij het onderscheid tussen echte en boekhoudkundige maatregelen. Echte maatregelen zijn acties die uitgevoerd worden om de resultaten van een onderneming te beïnvloeden en die in realiteit waargenomen kunnen worden. Voorbeelden hiervan zijn het overbrengen van onderhoud van het ene naar het andere jaar, winsten proberen te vergroten door uitgaven te

doen dalen of door de productiviteit te doen stijgen. Boekhoudkundige acties daarentegen kunnen we niet opmerken in de realiteit.

Bovendien kunnen ook deze acties nog opgesplitst worden. Het is immers algemeen bekend dat de boekhoudkundige regelgeving veel vrijheid geeft aan de opstellers van financiële staten. Er zit een zekere flexibiliteit in de wetgeving door de natuurlijke heterogeniteit van ondernemingen. Het zou bijgevolg onjuist zijn om alle ondernemingen op exact dezelfde manier hun boekhouding te laten voeren. Voor vele bedrijven is dit een erg complexe taak en de wetgever heeft hen hierbij geholpen door hen hierin veel vrijheid te geven. Dit heeft echter tot gevolg dat de winsten van een onderneming gestuurd kunnen worden binnen de vrijheid van die regelgeving. Deze acties worden door Aljifri (2007) "within Generally Accepted Accounting Principles (GAAP)" genoemd.

Daarnaast kan het ook zijn dat de grens van de regelgeving overschreden wordt, waardoor we te maken krijgen met onwettige boekhoudkundige aanpassingen. Deze acties liggen bijgevolg buiten de GAAP. Deze tweede soort van boekhoudkundige acties zijn wel frauduleus. Deze opdeling in transacties wordt ook gemaakt door Vander Bauwhede en Willekens (2003). De illegale vorm van earnings management wordt meestal "cooking the books" genoemd. We zien dus dat niet elke maatregel die ondernomen wordt om de winst te sturen, een frauduleuze actie is. Daarom is het incorrect om earnings management gelijk te stellen aan fraude. Lybaert en Jans (2006) geven echter wel aan dat de grens tussen winststuring en fraude vaak erg dun is en bijgevolg snel overschreden kan worden.

Aljifri (2007) geeft in zijn artikel aan dat het resultaat op twee boekhoudkundige, wettelijke manieren gestuurd kan worden. De eerste soort within-GAAP-acties bevat de acties die te maken hebben met de keuze van en de wijzigingen in bepaalde boekhoudprincipes. Hieronder verstaan we bijvoorbeeld de wijziging van een afschrijvingsmethode om het resultaat te doen veranderen. De tweede manier gaat over de behandeling van accruals in de boekhouding. Dit heeft te maken met de vrijheid die een manager heeft wanneer het gaat om bijvoorbeeld waardeverminderingen, herwaarderingen en de schattingen van voorzieningen.

De boekhoudwetgeving geeft de opstellers van de financiële staten erg veel vrijheid bij deze acties en boekingen waardoor deze erg vaak gebruikt worden om de winst van een onderneming te sturen. Aljifri (2007) bemerkt immers dat de behandeling van de accruals veel meer gebruikt wordt dan de boekhoudprincipes om de winst te sturen. De oorzaak hiervan ligt in het feit dat het veel makkelijker en goedkoper is om aan earnings management te doen via de accruals. Daarnaast is het voor auditors ook veel moeilijker om deze vorm van earnings management te ontdekken. Dit lijkt een logische conclusie omdat het voor ondernemingen erg moeilijk is om bepaalde boekhoudkundige procedures van het ene naar het andere jaar te veranderen om te kijken welke methode het gunstigst is. Het

brengt meer kosten met zich mee wanneer je het op deze manier wil doen dan wanneer je accruals wil wijzigen.

Ook Lybaert en Jans (2006) maken in hun onderzoek een opdeling wat betreft de manieren om aan winststuring te doen. Zij delen het groot aantal mogelijkheden op in vier grote groepen, die grote gelijkenissen vertonen met de opdeling die eerder gemaakt werd. Ook zij maken immers gewag van een categorie van acties om het winstcijfer te sturen, die te maken hebben met reële transacties. Deze transacties worden strategisch gepland om de gewenste invloed op het resultaat te bekomen. Voorbeelden hiervan, naast de al eerder genoemde onderhoudskosten, zijn de timing van de verkoop van activa, van de uitgaven voor O&O en van de aflossing van schulden.

Lybaert en Jans (2006) spreken in hun opdeling niet van de boekhoudkundige acties die buiten de regelgeving liggen, maar beperken zich tot de "within-GAAP"-acties. Deze delen zij net als Aljifri (2007) op in acties in verband met de keuze van een bepaalde politiek en acties in verband met de schatting, beoordeling en voorspelling van bepaalde posten. Tot de eerste categorie behoren bijvoorbeeld de keuze van en wijziging in de afschrijvingsmethode en de methode van voorraadwaardering. De tweede categorie bevat zaken als waardeverminderingen, herwaarderingen, schattingen van voorzieningen en dubieuze vorderingen. Tot slot geven Lybaert en Jans (2006) aan dat ook artificiële transacties gebruikt kunnen worden om winsten te sturen. Een bekend voorbeeld hiervan is de sale and lease back techniek.

3.2 Motieven tot earnings management

Nu we onderzocht hebben op welke manieren ondernemingen aan earnings management kunnen doen, is het van belang om te onderzoeken waarom ze hun winst willen sturen. Het spreekt voor zich dat dit voor een onderneming belangrijke voordelen kan inhouden. Earnings management brengt daarentegen ook belangrijke kosten met zich mee. Er zijn immers niet alleen de kosten die een onderneming moet ondergaan om de winst te sturen. Ook de kosten die ze kunnen oplopen wanneer hun earnings management ontdekt wordt, moeten ingecalculeerd worden. Het gaat hier dan om kosten die voortvloeien uit rechtzaken tegen de onderneming wanneer blijkt dat de onderneming haar winsten gestuurd heeft. Ook reputatieverlies is een belangrijke kost die mee overwogen moet worden. Bovendien zal het voor zo'n onderneming nadien moeilijker zijn om zich te financieren (Dechow et al., 1996).

Uit onderzoek is gebleken dat de voordelen van earnings management divers zijn en dat ondernemingen verschillende motieven kunnen hebben om aan earnings management te doen. In volgorde komen de volgende categorieën van motieven aan bod: beursgerelateerde

motieven, politieke motieven, contractuele motieven en motieven ten gevolge van het verandering van het management. Deze verschillende motieven zijn niet limitatief, maar wel de belangrijkste.

3.2.1 Beursgerelateerde motieven

Veel onderzoekers hebben in hun artikels uitleg gegeven bij de beursgerelateerde motieven van een onderneming om aan earnings management te doen. Bij deze bespreking doen we beroep op verschillende belangrijke artikels, maar het is belangrijk te weten dat deze lijst van auteurs onvolledig is. Beleggers zijn de belangrijkste gebruikers van de financiële staten van een onderneming. Zij gebruiken de financiële informatie om beslissingen te maken in verband met hun investeringen. Een belegger moet het gevoel hebben dat hij een onderneming kan vertrouwen vooraleer hij er zijn geld aan zal toevertrouwen. Daar zullen ondernemingen op inspelen door hun resultaten elke periode te sturen zodat ze een egaal winstpatroon kunnen voorleggen (Lybaert & Jans, 2006; Aljifri, 2007). Deze "income smoothing" of resultaatavflakking zorgt ervoor dat investeerders een positief beeld krijgen van de toekomstige resultaten van een onderneming. Wanneer een bedrijf de fluctuaties van de winst kan beperken, zullen investeerders meer vertrouwen krijgen en is de kans groter dat ze zullen investeren.

Een egaal winstpatroon zorgt bovendien voor een hogere aandeelwaarde. Daarnaast zullen investeerders bij zulke ondernemingen meer zekerheid hebben over hun dividend en kunnen ze hier een geleidelijk stijgend dividend verwachten. Dit komt voort uit het feit dat een hogere winst vaak een hoge cashflow met zich meebrengt, wat de verwachtingen over een hoger dividend nog doet toenemen. Dit hogere dividend zal vervolgens de waarde van het aandeel gunstig beïnvloeden. Managers verkiezen bijgevolg een egaal winstpatroon boven een hogere gerapporteerde winst in bepaalde jaren. Dit betekent dat winsten verschoven worden van goede naar slechte jaren (Aljifri, 2007).

De income smoothing hypothese wordt in het Belgische kader bevestigd door Vander Bauwhede et al. (2003) en Vander Bauwhede en Willekens (2003). Zij ontdekken dat Belgische bedrijven hun winsten egaliseren en sturen in de richting van de winst van het jaar voordien. Deze bevinding wordt versterkt door de mate van publiek aandeelhouderschap. Vander Bauwhede et al (2003) vinden dat hoe meer het aandeelhouderschap verspreid is en dus in handen is van het grote publiek, hoe groter de kans is dat de onderneming haar winsten zal proberen te egaliseren. De auteurs sommen in hun onderzoek enkele factoren op die de aanwending van earnings management in België kunnen beperken en die er dus voor kunnen zorgen dat het niveau van earnings management in een onderneming daalt. De

belangrijkste verantwoordelijkheid hiervoor ligt bij de Raad van Bestuur, gevolgd door de externe auditor.

Ook Chena et al. (2010) voeren een onderzoek naar de income smoothing hypothese bij earnings management. Zij richten zich specifiek op de frequentie en de grootte van de winststuring. Allereerst vinden zij dat het niveau van earnings management bij ondernemingen het grootst is wanneer ondernemingen ervoor willen zorgen dat hun winsten niet lager liggen dan de winsten van het jaar voordien. Bovendien ligt de frequentie van earnings management ook hoger wanneer ondernemingen dalingen in hun winst willen vermijden dan wanneer ze verliezen willen vermijden.

Het werk van financiële analisten is een andere belangrijke beursgenoteerde motivatie (Lybaert & Jans, 2006; Healy & Wahlen, 1999; Vander Bauwhede & Willekens, 2003). Beursgenoteerde bedrijven zijn immers vaak het onderwerp van onderzoek door financiële analisten. Deze stellen voor beursgenoteerde ondernemingen bepaalde verwachtingen op en het is voor deze ondernemingen dan ook erg belangrijk om aan deze verwachtingen te voldoen. Wanneer de resultaten onder de verwachtingen van de markt liggen, is earnings management een handige manier om de winsten op te krikken. Het niet halen van verwachtingen van financiële analisten kan immers zware gevolgen hebben voor een onderneming.

Chena et al. (2010) komen tot dezelfde conclusie in hun onderzoek. Ze vinden dat de frequentie van earnings management het hoogst is wanneer ondernemingen voorspellingen van analisten proberen te bereiken. Vooral de laatste jaren wordt earnings management hiervoor steeds vaker gebruikt. Ook de grootte van earnings management stijgt sinds 2001 om aan de verwachtingen van de analisten te voldoen. Ook Iatridis en Kadorinis (2009) komen tot de conclusie dat ondernemingen gebruik maken van earnings management om de voorspellingen van de financiële analisten te kunnen behalen.

Ondernemingen zullen hun aandelenprijs zo hoog mogelijk proberen te houden wanneer ze plannen hebben om overnames te doen (Lybaert & Jans, 2006; Healy & Wahlen, 1999). Deze worden immers vaak gefinancierd met eigen aandelen en hoe hoger de waarde van een aandeel, hoe kleiner het aantal aandelen dat uitgegeven moet worden om de overname te financieren. Wanneer de onderneming zelf nieuwe aandelen zal uitgeven, hetzij bij een kapitaalverhoging, hetzij bij een Initial Public Offering, zal een hoge aandelenprijs meer geld in het laatje brengen, wat uiteraard ook een motivatie kan zijn om aan earnings management te doen (Healy & Wahlen, 1999).

Deze laatste stelling wordt bevestigd door Iatridis en Kadorinis (2009). Zij vinden dat ondernemingen met een hogere nood aan kapitaal, meer geneigd zullen zijn om aan earnings management te doen. Dit vergemakkelijkt namelijk de uitgifte van nieuw kapitaal.

Iatridis en Kadorinis (2009) onderzoeken ook welke soort ondernemingen het meest aan earnings management deden. Zij vinden dat ondernemingen meer geneigd zijn om aan earnings management te doen wanneer hun groei, winstgevendheid en liquiditeit laag zijn. Om deze factoren te doen stijgen en bijgevolg een beter beeld te creëren van hun financiële situatie en geloofwaardigheid, zoeken zulke ondernemingen hun heil in earnings management.

3.2.2 Politieke motieven

Ook de politieke omgeving kan een invloed hebben op het niveau van earnings management in een onderneming. De belangrijkste politieke motivatie om aan earnings management te doen, is de belastingsdruk (Lybaert & Jans, 2006; Aljifri, 2007; Vander Bauwhede & Willekens, 2003). Door de cijfers minder goed voor te stellen dan ze in werkelijkheid zijn, zal een onderneming minder belastingen moeten betalen. Uiteraard maakt dit bij kleine bedrijven niet zo heel veel verschil, maar bij grote bedrijven kan dit verschil in belastingen hoog oplopen. Bijgevolg zullen vooral grote bedrijven hun winsten op deze manier sturen (Aljifri, 2007). Daarnaast zal een lagere gerapporteerde winst er ook voor zorgen dat ondernemingen minder in het oog springen bij belangrijke openbare instanties, waardoor die instanties hen minder in het vizier zullen nemen. Dit betekent bijvoorbeeld dat de jaarrekeningen van bedrijven die kleiner zijn of minder winst maken, minder snel gecontroleerd zullen worden (Lybaert & Jans, 2006). Dit kan voor sommige ondernemingen een erg belangrijk motief zijn.

3.2.3 Contractuele motieven

Een derde groep van motieven komt voort uit de verschillende soorten contracten die een onderneming kan sluiten met verschillende partijen. Boekhoudkundige gegevens worden immers gebruikt om te controleren of de contracten nageleefd worden (Haley & Wahlen, 1999). Een eerste contractueel motief kunnen we vinden in de beloningsplannen van een onderneming (Lybaert & Jans, 2006; Aljifri, 2007; Haley & Wahlen, 1999; Iatridis & Kadorinis, 2009). Deze worden opgesteld om de belangen van managers en stakeholders op mekaar af te stemmen. Vaak zijn managers voor hun beloning afhankelijk van de resultaten van hun onderneming. Hun beloning is dan gebaseerd op de boekhoudkundige cijfers.

Het spreekt voor zich dat dit een motivatie kan zijn voor managers om de cijfers te sturen zodat hun beloning gemaximaliseerd wordt. Managers kunnen bijgevolg zelf mee bepalen wat hun compensatie wordt door earnings management toe te passen. Bonussen zijn hier

een belangrijk voorbeeld van. Deze worden immers vaak contractueel vastgelegd als een percentage van de gerapporteerde winst. Compensatieplannen worden vaak op deze manier opgesteld om ervoor te zorgen dat de managers de aandeelhouderswaarde maximaliseren. De objectieven van de aandeelhouders en de managers worden hiermee op dezelfde lijn gezet. Naast bonussen zijn ook aandelenopties een manier om managers en werknemers te belonen. Ook dit wijst er op dat managers hun resultaat zullen sturen om meer winst te behalen. Een hogere winst leidt immers tot een hogere aandelenprijs, wat in het voordeel speelt van de managers. Shuto (2007) vindt hiervoor bewijs bij Japanse managers. Zij sturen hun winst naar beneden wanneer ze geen bonussen kunnen verdienen en naar omhoog wanneer dit wel het geval is. Er is hier dus duidelijk een relatie tussen het niveau van earnings management en de beloning van een manager.

Een ander voorbeeld van een contractueel motief, vinden we in een contract dat een onderneming kan sluiten met een financiële instelling. Dit contract wordt afgesloten wanneer er een schuld aangegaan wordt bij die instelling. Earnings management kan ook hier een grote rol in spelen. Om te beginnen kan het belangrijk zijn nog voor het contract afgesloten wordt. De ondernemingsleiding wil aan de financiële instellingen een goed beeld van de onderneming tonen. Hoe beter het beeld van de onderneming, hoe beter de leningsvoorwaarden zullen zijn. De financiële instelling baseert zich hiervoor immers op de financiële gegevens van een onderneming. Een beter beeld zorgt onder meer voor een lagere intrestvoet (Lybaert & Jans, 2006). Voor het afsluiten van het contract kan er dus al sprake zijn van earnings management bij de onderneming in kwestie.

Ook tijdens hun looptijd kunnen contracten een motivatie zijn om aan earnings management te doen. In schuldcontracten worden immers convenanten opgenomen die een onderneming niet mag schenden. Deze convenanten hebben vaak te maken met dividenduitkeringen en interest- en schuldratio's. Het schenden van deze convenanten kan tot hoge kosten leiden voor een onderneming (Healy & Wahlen, 1999; Aljifri, 2007). Daarnaast kan het ook zijn dat de kredietcontracten heronderhandeld moeten worden met slechtere voorwaarden tot gevolg. Managers kunnen bijgevolg de boekhoudkundige cijfers aanpassen wanneer een onderneming de convenanten bijna schendt.

Deze vorm van earnings management is al meermaals onderzocht en het is gebleken dat managers de winst van de onderneming vaak verhogen om aan hun convenanten te blijven voldoen. Het schenden van schuldconvenanten kan bovendien gevolgen hebben voor de geloofwaardigheid van de onderneming en de reputatie van de managers (Iatridis & Kadorinis, 2009). Uit de resultaten van hun onderzoek bleek eveneens dat ondernemingen die hun convenanten bijna schenden, gebruik maken van earnings management. Zo kunnen ze hun verplichtingen nakomen en financiële problemen vermijden. Het is dus duidelijk dat

convenanten in schuldcontracten een belangrijke motivatie vormen om aan earnings management te doen.

3.2.4 Verandering van management

Het laatste motief dat we hier bespreken, vindt Aljifri (2007) bij een management turnover, een verandering van het management. Hij stelt vast dat onderzoekers vinden dat een meerderheid van nieuwe managers in het jaar van hun aanstelling de onderneming een "big-bath" laat ondergaan. Dit betekent dat een slecht resultaat nog slechter gemaakt wordt door nog extra kosten op te nemen en zo het verlies nog groter te maken (Lybaert & Jans, 2006). Het jaar nadien kan de nieuwe manager dan starten met een propere lei wat voor hogere winsten zal zorgen. In contrast met het negatieve resultaat van het jaar voordien, zal het resultaat van de nieuwe manager nog beter lijken waardoor het vertrouwen in hem uiteraard erg groot zal zijn. Alle problemen uit het verleden worden dan toegewezen aan het vorige management.

Aljifri (2007) bespreekt enkele manieren om een "big-bath" door te voeren. De kosten in het jaar van aanstelling kunnen bijvoorbeeld verhoogd worden door waardeverminderingen goed te keuren voor bepaalde activa. Ook kan een manager in het jaar van aanstelling erg veel voorzieningen aanleggen. Dit doet de kosten stijgen en de winst dalen, maar zorgt er uiteraard voor dat deze voorzieningen in de volgende jaren niet meer aangelegd moeten worden. Bijgevolg zullen de resultaten in de volgende jaren beter zijn, wat het vertrouwen in de nieuwe manager doet toenemen. Bij een "big-bath" probeert een nieuwe manager dus de balans op te smukken zodat de winst de jaren nadien hoger kan liggen.

3.3 Modellen om earnings management te berekenen

Verscheidene studies geven aan dat discretionaire accruals een effectieve manier zijn om earnings management te berekenen (Aljifri, 2007; Healy & Wahlen, 1999; Dechow et al., 1995). Accruals zijn immers de geliefkoosde manier om aan earnings management te doen aangezien dit goedkoper is en moeilijk te detecteren valt door auditors. Er bestaat echter geen werkwijze om discretionaire accruals exact te berekenen. Het enige dat berekend kan worden, zijn de totale accruals. Deze bevatten naast discretionaire accruals ook niet-discretionaire accruals. Het verschil hiertussen is dat laatstgenoemde accruals buiten de controle van managers liggen en dus niet gemanipuleerd kunnen zijn. Ze zijn immers afhankelijk van businessfactoren die niet beïnvloed kunnen worden en geven de economische omgeving van een onderneming weer (Aljifri, 2007; Cormier & Martinez, 2006).

De totale accruals kunnen wel berekend worden als het verschil tussen het netto-inkomen en de operationele cash flows van de onderneming. Onderzoekers hebben bijgevolg naar mogelijkheden gezocht om de discretionaire en niet-discretionaire accruals van mekaar te scheiden. Hierbij werden aan de hand van de totale accruals schattingen gemaakt van de discretionaire accruals. Dit heeft geleid tot enkele modellen om discretionaire accruals, en in het verlengde daarvan ook earnings management, te berekenen (Dechow et al., 1995).

Het eerste model werd in 1985 opgesteld door Healy en gebruikt de totale accruals als discretionaire accruals (Aljifri, 2007). Er wordt dus verondersteld dat de niet-discretionaire accruals gelijk zijn aan nul in de schattingsperiode. Daarnaast gaat dit model er van uit dat earnings management systematisch in elke periode voorkomt (Dechow, 1995). Dit model werd al snel bekritiseerd en Kaplan (1985) bewees dat niet-discretionaire accruals variëren doorheen de tijd en afhankelijk zijn van de onderlinge economische omstandigheden. Het lijkt bijgevolg onlogisch dat de niet-discretionaire accruals nul zijn op een gegeven tijdstip.

DeAngelo (1986) bouwt voort op het model van Healy en vindt dat er een benchmark aanwezig moet zijn om zo de verwachte accruals makkelijker te berekenen. Zij gebruikt de accruals van het jaar voordien als benchmark. De discretionaire accruals zijn bijgevolg het verschil tussen de totale accruals in de huidige periode en de totale accruals in de vorige periode (Aljifri, 2007). Op het DeAngelomodel kan echter dezelfde kritiek gegeven worden als op het Healy-model. De niet-discretionaire accruals variëren doorheen de tijd wat wil zeggen dat de discretionaire accruals niet gezien kunnen worden als het verschil tussen de totale accruals in opeenvolgende periodes. Bovendien is het niet zeker dat de winsten in de periode die als benchmark gebruikt zijn, niet gemanipuleerd zijn. Dit kan uiteraard tot fouten leiden in het bepalen van de niet-discretionaire accruals.

Jones (1991) stelde vervolgens een model voor waarin de niet-discretionaire accruals niet meer als constant beschouwd worden (Dechow et al., 1995). Zij gebruikt een plant, property and equipment (PPE) variabele om te controleren voor veranderingen in niet-discretionaire accruals die voortkomen uit afschrijvingen en bijgevolg dus uit businessactiviteiten van de onderneming. Een variabele voor het verschil in verkoopsopbrengsten wordt vervolgens gebruikt om te controleren voor veranderingen in niet-discretionaire accruals gerelateerd aan het werkkapitaal die voortkomen uit de economische omgeving van het bedrijf (Aljifri, 2007). Hiervoor wordt vervolgens voor elke onderneming een tijdreeks geschat. Hiermee kunnen dan de niet-discretionaire accruals berekend worden waarna de discretionaire accruals uiteindelijk naar voor komen als het verschil tussen de totale accruals en de niet-discretionaire accruals. De grootste kritiek op dit model is dat er verondersteld wordt dat verkopen niet gestuurd worden door managers. Alle opbrengsten worden hier immers als niet-discretionair beschouwd.

Dit inspireerde Dechow et al. (1995) om het model van Jones aan te passen. Dit leidde tot het Modified Jones Model. In dit model wordt de verandering in verkoopsopbrengsten aangepast met de verandering in de vorderingen ten opzichte van de voorbije periode. Er wordt hier verondersteld dat de veranderingen in de kredietverkopen in een periode het gevolg zijn van earnings management (Dechow et al., 1995; Aljifri, 2007). De redenering is hier dat winsten makkelijker gestuurd kunnen worden bij de erkenning van kredietverkopen dan bij cashverkopen. Deze aanpassing van het model zou ervoor moeten zorgen dat de schatting van het niveau van earnings management geen vertekend beeld meer zal geven wanneer de winststuring uitgevoerd werd door een sturing van de opbrengsten. Dechow et al. (1995) onderzochten de kracht van alle modellen en kwamen tot het besluit dat hun Modified Jones Model de beste resultaten gaf. Ze merkten wel op dat het, met eender welk model, erg moeilijk was om subtiele vormen van earnings management te ontdekken.

3.4 Earnings management bij een IPO

De literatuur over earnings management bij een IPO kan grosso modo opgesplitst worden in twee grote delen. Een eerste focus in dit onderzoeksgebied betreft earnings management voorafgaand aan een IPO. Dit wordt kort besproken in subsectie 1 aan de hand van artikels van Aharony et al. (1993) en Teoh et al. (1998) die hier specifiek over handelen. Een tweede focus is gericht op earnings management in de periode na een IPO. Hierin wordt de relatie tussen vrijwillige winstvoorspellingen en earnings management bij een IPO behandeld. Om de brug te slaan tussen deze twee topics wordt in subsectie 2 de relatie tussen vrijwillige winstvoorspellingen en earnings management een eerste keer aangehaald met artikels van Kasznik (1999) en Dutta en Gigler (2002). Daarna wordt earnings management volgend op een IPO besproken in subsectie 3. Deze subsectie behandelt dus de literatuur rond de centrale onderzoeksvraag. Belangrijke artikels hierover zijn van de hand van Cormier en Martinez (2006) en Gramlich en Sorensen (2004). Deze literatuur wordt ook gebruikt als leidraad voor het opstellen van de hypotheses voor dit onderzoek in hoofdstuk 4.

3.4.1 Earnings management voor een IPO

Earnings management voorafgaand aan een IPO houdt in dat de resultaten in de periodes voor de beursgang beïnvloed zijn. Aharony et al. (1993) stellen de hypothese op dat ondernemers in de periodes voor de beursgang wel degelijk accountingmethodes gebruiken die hun gerapporteerde winsten verbeteren. Deze winsten worden gerapporteerd in het prospectus en het is ondertussen bekend dat dit voor investeerders het enige document is waar ze informatie in kunnen terugvinden over de geschiedenis van de onderneming.

Volgens de auteurs zouden ondernemers zo investeerders en de initiële prijs kunnen beïnvloeden. Hoe hoger de aandelenprijs, hoe hoger de inkomsten voor de onderneming zullen zijn.

De resultaten zorgen echter voor een zwakke bevestiging van hun hypothese. Er kan geen duidelijk effect gevonden worden van een nakende beursgang op het niveau van earnings management. Bij kleine bedrijven en bedrijven met een hogere financiële schuldgraad, is het effect gemiddeld wel sterker. De kleine mate van winstmanipulatie die gevonden wordt, is waarschijnlijk meer te wijten aan andere factoren dan aan de nabijheid van een IPO. De resultaten zijn immers licht beïnvloed door het feit dat de berekening van de accruals niet geheel correct verliep, omdat IPO-ondernemingen hoofdzakelijk sterk groeiende bedrijven zijn.

Teoh et al. (1998) daarentegen vinden wel bewijs van earnings management voorafgaand aan een Initial Public Offering. Zij stellen dat managers accruals gebruiken in het jaar van de IPO om hoge winsten te rapporteren. De resultaten worden in het IPO-jaar beter voorgesteld dan ze in de jaren na de IPO blijken te zijn. IPO-ondernemingen met hoge abnormale accruals op het tijdstip van de uitgifte presteren de jaren nadien veel minder goed in vergelijking met de andere ondernemingen in de dataset.

Aerts en Cheng (2011) ten slotte onderzoeken deze relatie niet specifiek, maar ze sommen wel enkele redenen op die ondernemingen hebben om aan earnings management te doen voor hun Initial Public Offering. De belangrijkste reden ligt in het feit dat er bij een IPO een grote informatieasymmetrie is tussen de onderneming en potentiële investeerders en financiële analisten. Aerts en Cheng (2011) stellen dat earnings management via accruals positief geassocieerd is met informatieasymmetrie. Bovendien hopen ondernemingen dat er volledig ingeschreven wordt op hun uitgifte en dat de initiële prijs opgedreven wordt. Dit zijn belangrijke redenen voor een onderneming om hun winsten opwaarts te sturen. Er zijn echter ook motieven om winsten neerwaarts te sturen voor een Initial Public Offering. Dit kan nuttig zijn bij een onderneming met erg hoge, natuurlijke winsten. Zij zullen liever een stabiele trend tonen in hun winsten dan een uitzonderlijk hoge winst in het jaar voor de IPO. Dit zal het vertrouwen bij investeerders immers ook doen groeien.

3.4.2 Vrijwillige winstvoorspellingen en earnings management

Het onderzoek van Kasznik (1999) is één van de baanbrekende artikels in verband met de relatie tussen vrijwillige financiële verslaggeving en earnings management. Bijna elk artikel over één van deze twee onderwerpen verwijst naar Kasznik (1999) wat op de belangrijkheid van deze publicatie wijst. De hypothese die hij opstelt, is dat ondernemingen die vrijwillige

winstvoorspellingen maken, hun voorspellingsfout zo klein mogelijk willen houden door de winsten te sturen in de richting van deze voorspellingen. Deze hypothese wordt echter niet bevestigd in zijn resultaten. Enkel ondernemingen wiens winsten lager liggen dan voorspeld, stuwen hun winsten omhoog aan de hand van earnings management. Ondernemingen wiens winsten hoger zijn dan voorspeld, gebruiken geen earnings management om hun winsten te doen dalen. Kasznik (1999) concludeert dat de kosten van een foute voorspelling hoger liggen wanneer een onderneming een lagere winst haalt dan voorspeld dan wanneer ze een hogere winst haalt.

Dutta en Gigler (2002) onderzoeken, aan de hand van dezelfde hypothesen, dezelfde relatie, maar komen tot een andere conclusie. De resultaten van hun studie bevestigen hun hypothesen immers niet. Dutta en Gigler (2002) ondervinden dat earnings management minder voorkomt bij ondernemingen die winstvoorspellingen vrijgeven. Wanneer er toch aan earnings management gedaan wordt bij voorspellende ondernemingen, vinden Dutta en Gigler (2002) dat dit meer voorkomt bij ondernemingen met te hoge voorspellingen dan bij ondernemingen met te lage voorspellingen. Lapointe-Antunes et al. (2006) kunnen met hun onderzoek deze resultaten bevestigen. Zwitserse ondernemingen gebruiken minder discretionaire accruals om hun winsten te sturen wanneer ze meer informatie bekend maken.

3.4.3 Earnings management na een IPO

Verschillende onderzoekers die de relatie tussen vrijwillige winstvoorspellingen en earnings management specifiek bij IPO's onderzochten, baseerden hun onderzoek op dat van Kasznik (1999). Het spreekt dan ook voor zich dat zijn redenering mee in overweging genomen wordt bij het opstellen van onze eigen hypothesen. Het eerste onderzoek waarin de relatie tussen vrijwillige winstvoorspellingen en earnings management bij een IPO aan bod komt, is van de hand van Gramlich en Sorensen (2004). Zij onderzoeken deze relatie voor Deense bedrijven, maar kiezen enkel ondernemingen die wel degelijk winstvoorspellingen opnemen in hun prospectus. Hun hypothese is dat deze ondernemingen discretionaire accruals gebruiken om hun winsten te sturen in de richting van hun voorspellingen.

De resultaten van hun onderzoek bevestigen die hypothese. Ondernemingen die minder goede resultaten halen dan verwacht, doen hun winsten stijgen aan de hand van earnings management terwijl ondernemingen met betere resultaten dan verwacht, hun winsten doen dalen tot aan het niveau van hun voorspellingen. Jaggi et al. (2006) bevestigen in hun onderzoek naar het gedrag van Taiwanese ondernemingen de resultaten van hun Deense collega's. Ook bij Taiwanese Initial Public Offerings wordt earnings management gebruikt om winsten te sturen in de richting van winstvoorspellingen. Hierbij moet wel opgemerkt worden dat winstvoorspellingen in Taiwan verplicht opgenomen moeten worden in een IPO-

prospectus. De bedoeling van de beleidsmakers was om hiermee realistischere voorspellingen te bekomen, maar het is duidelijk dat deze maatregel niet het gewenste effect gehad heeft.

Het belangrijkste voorbeeld voor deze masterproef is echter het onderzoek van Cormier en Martinez (2006). Zij onderzoeken de relatie tussen vrijwillige winstvoorspellingen en earnings management bij Franse IPO's. Zowel ondernemingen die geen winstvoorspellingen in hun prospectus opnemen als ondernemingen die dat wel doen, worden aan de analyse toegevoegd. De belangrijkste verschillen tussen deze twee groepen van ondernemingen worden onderzocht. Zij stellen de hypothese op dat ondernemingen die vrijwillige winstvoorspellingen opnemen in hun prospectus het jaar nadien meer aan earnings management doen dan ondernemingen die geen voorspellingen opnemen. Hun resultaten zorgen voor een bevestiging van deze hypothese. Vervolgens stellen zij de hypothese op dat het niveau van earnings management hoger zou liggen wanneer de gerealiseerde winsten lager liggen dan de voorspelde winsten. Ook deze hypothese wordt bevestigd wat betekent dat Cormier en Martinez (2006) een andere conclusie trekken dan Gramlich en Sorensen (2004).

Hoofdstuk 4: Onderzoeksopzet

In dit hoofdstuk wordt besproken hoe het empirische onderzoek gevoerd wordt. Er wordt eerst uitleg gegeven bij het opstellen van de hypothesen en de verwachte resultaten. Dit gebeurt in sectie 1. Sectie 2 bespreekt vervolgens het opstellen van de lijst van onderzochte ondernemingen en de dataverzameling die daarmee gepaard gaat waarna sectie 3 een korte beschrijving geeft van deze populatie. Sectie 4 ten slotte beschrijft de gebruikte onderzoeksmethoden.

4.1 Hypothesen

Uit de hypothesen en resultaten van de artikels die in subsecties 3.4.2 en 3.4.3 besproken worden, kunnen we de hypothesen opstellen voor dit onderzoek. Zoals reeds aangegeven zijn vooral de artikels van Kasznik (1999), Gramlich en Sorensen (2004) en Cormier en Martinez (2006) belangrijk.

Uit deze artikels alsook uit het artikel van Jigga et al. (2006) kunnen we de algemene verwachting afleiden dat ondernemingen die vrijwillige winstvoorspellingen opnemen in hun prospectus, hun winsten in de richting van deze voorspellingen zullen sturen. Dit leidt tot de eerste hypothese van dit onderzoek.

Hypothese 1: Ondernemingen die vrijwillige winstvoorspellingen bekendmaken in hun IPO-prospectus zijn meer geneigd om hun winsten te sturen in het jaar na hun beursgang dan ondernemingen die geen winstvoorspellingen bekendmaken.

Cormier en Martinez (2006) veronderstellen dat het niveau van earnings management hoger is wanneer de werkelijke winsten lager zijn dan voorspeld. Gramlich en Sorensen (2004) hebben een bredere hypothese. Zij verwachten ook wel dat ondernemingen meer aan earnings management doen wanneer hun winsten te laag liggen, maar tegelijkertijd veronderstellen zij dat het niveau van earnings management negatief is wanneer de werkelijke winsten hoger zijn dan voorspeld. In dat laatste geval worden de winsten dan verlaagd om ze aan te passen aan hun voorspellingen. Wij volgen hier de hypothesen van Gramlich en Sorensen (2004) wat leidt tot de volgende twee hypothesen.

Hypothese 2: Als de winsten in het jaar na de Initial Public Offering hoger liggen dan voorspeld in het prospectus, zullen accruals aangewend worden die de gerapporteerde winst doen dalen.

Hypothese 3: Als de winsten in het jaar na de Initial Public Offering lager liggen dan voorspeld in het prospectus, zullen accruals aangewend worden die de gerapporteerde winst doen stijgen.

Cormier en Martinez (2006) gaan daarnaast ook nog het effect na van andere factoren op het niveau van earnings management bij IPO-ondernemingen. Ze onderzoeken of de boekhoudstandaarden die de onderneming volgt, de schuldgraad van de onderneming, de auditor van de onderneming en de grootte van de onderneming een invloed hebben op de mate van winststuring. Ze veronderstellen dat een grotere onderneming een lager niveau van earnings management haalt dan een kleinere, maar vinden daar geen bevestiging voor. Ze vinden wel dat de aanwezigheid van een Big 4-auditor ervoor zorgt dat het niveau van earnings management daalt en dat een onderneming die IAS/IFRS volgt, minder aan earnings management doet.

In verband met de invloed van de schuldgraad van een onderneming op het niveau van earnings management stellen Cormier en Martinez (2006) geen hypothese op, maar ze onderzoeken de relatie wel. Algemeen wordt immers aangenomen dat de schuldgraad van een onderneming positief gerelateerd is aan het niveau van earnings management, maar in de context van een Initial Public Offering kan een hogere schuldgraad betekenen dat er minder gekeken wordt naar investeerders omdat hun aandeel in het balanstotaal dan lager ligt. Dit kan wijzen op een negatieve relatie tussen de schuldgraad en het niveau van earnings management. De resultaten van Cormier en Martinez (2006) geven bewijs voor deze negatieve relatie in de context van een IPO. Bijgevolg wordt deze negatieve relatie ook vooropgesteld in dit onderzoek.

De hypothese in verband met de invloed van de auditor op het niveau van earnings management van de onderneming wordt ook getest door Vander Bauwhede et al. (2003). Hun onderzoek gebruikt een Belgische dataset en is bijgevolg ook een belangrijk voorbeeld voor dit empirisch onderzoek. In tegenstelling tot Cormier en Martinez (2006) werken Vander Bauwhede et al (2003) wel nog met Big 6-auditors in plaats van met Big 4-auditors. Vander Bauwhede et al. (2006) vinden bewijs voor het feit dat de grootte van een auditor negatief gerelateerd is met het niveau van earnings management in de onderneming. Beide onderzoeken leiden tot de volgende hypothesen.

Hypothese 4: Earnings management in het jaar na de Initial Public Offering ligt lager bij grotere ondernemingen dan bij kleinere ondernemingen.

Hypothese 5: Earnings management in het jaar na de Initial Public Offering ligt lager bij ondernemingen die een Big 4-auditor hebben dan bij ondernemingen die geen Big 4-auditor hebben.

Hypothese 6: Earnings management in het jaar na de Initial Public Offering ligt lager bij ondernemingen die de IAS/IFRS-boekhoudstandaarden volgen dan bij ondernemingen die de lokale boekhoudstandaarden volgen.

Hypothese 7: Earnings management in het jaar na de Initial Public Offering ligt lager bij ondernemingen met een hogere schuldgraad dan bij ondernemingen met een lagere schuldgraad.

4.2 Dataverzameling

In dit onderzoek wordt vertrokken van alle ondernemingen die een Initial Public Offering ondernomen hebben sinds de bekendmaking van de Europese Richtlijn in 2003. Aangezien op de website van Euronext geen lijst beschikbaar was met alle IPO's van na de richtlijn, werd hiervoor het StudieCentrum voor Onderneming en Beurs (SCOB) gecontacteerd. Dit studiecentrum bezorgde mij een lijst van alle Initial Public Offerings sinds de richtlijn in 2003. Zo kon ik ook ondernemingen die ondertussen al terug van de beurs verdwenen zijn en dus niet terug te vinden zijn op de website van Euronext, opnemen in mijn dataset. In totaal gaat het om 82 ondernemingen die sinds de richtlijn van 2003 een Initial Public Offering ondernomen hebben.

Al deze ondernemingen moesten bij hun Initial Public Offering een prospectus vrijgeven. Deze zijn bijna allemaal op het internet terug te vinden, hetzij op de website van de onderneming, hetzij op de website van de financiële instelling die de onderneming in kwestie begeleid heeft in haar beursgang. De prospectussen die niet rechtstreeks op het internet terug te vinden zijn, worden verworven door de onderneming persoonlijk te contacteren.

Om in de populatie opgenomen te worden, moet een onderneming dus aan drie voorwaarden voldoen:

- De onderneming moet in de periode na de Europese Richtlijn een IPO ondernomen hebben.
- Het prospectus dat de IPO begeleidt, moet beschikbaar zijn na raadpleging van het internet of via de onderneming zelf.
- De financiële resultaten van het jaar na de beursgang moeten beschikbaar zijn op Belfirst.

Ondernemingen die niet voldoen aan deze voorwaarden, worden bijgevolg verwijderd uit de populatie. De volgende ondernemingen verkeren in deze situatie:

- Frigistar, Pairi Daiza, Polygone, Rentabiliweb, Settlements en STS Group: Deze ondernemingen hebben hun IPO ondernomen in 2010 of 2011. Bijgevolg kunnen hun financiële resultaten van het jaar volgend op de IPO niet tijdig verzameld worden om mee in de analyse opgenomen te worden.
- Belgacom: Dit was de enige onderneming waarvan het prospectus niet verworven kon worden. Het spreekt voor zich dat deze onderneming ook verwijderd wordt uit de populatie.
- 5eme Saison, Archimede en ZNJ: Van deze ondernemingen is er geen jaarrekening voorhanden na de beursnotatie waardoor hun resultaten het jaar na hun IPO niet getest kunnen worden. De reden hiervoor ligt in het feit dat deze ondernemingen failliet gingen voor ze een jaarrekening konden opstellen met gegevens van het jaar na de Initial Public Offering.
- Movetis: Deze onderneming werd het jaar na haar beursnotatie al overgenomen door Shire. Dit betekent dat er voor Movetis eveneens geen resultaten beschikbaar zijn in het jaar na de Initial Public Offering. Werken met de resultaten van moederonderneming Shire is daarenboven niet opportuun.

Daarnaast zijn er nog enkele ondernemingen die eveneens een IPO ondernomen hebben in de periode 2003-2011, maar die om allerlei andere redenen niet opgenomen worden in de populatie. Hier volgt een klein overzicht:

- Ascencio, Aedifica, Befimmo, Immo Moury, Montea, VGP, WDP, Quest for Growth en Hanzevast: De eerste zes zijn beleggingsvennootschappen met vast kapitaal (bevaks), Quest for Growth is een privak en Hanzevast een scheepscertificaat. Op aanraden van het SCOB worden deze uit de populatie verwijderd.
- GDF Suez, Suez Environnement en Opportunity Investment Management: Dit zijn drie buitenlandse ondernemingen, die wel genoteerd zijn op een Belgische beurs, maar aangezien dit onderzoek enkel handelt over Belgische ondernemingen, worden ze verwijderd uit de populatie.
- Catala en CO.BR.HA: Deze beide ondernemingen maakten de overstap van Euronext naar Alternext. We laten hen uit de populatie omdat over hen al wel veel informatie beschikbaar was voor ze hun overstap naar een andere markt maakten. Zij hebben dus niet te kampen met het probleem van informatieasymmetrie wat één van de redenen is waarom dit onderzoek gevoerd wordt.
- Euronav en Cumerio: Deze beide ondernemingen komen voort uit een splitsing van andere beursgenoteerde bedrijven. Op aanraden van het SCOB worden ook deze ondernemingen uit de dataset verwijderd. Over deze ondernemingen is immers ook al meer informatie beschikbaar dan over ondernemingen die niet voortkomen uit een splitsing van andere ondernemingen.

Bij het vastleggen van de onderzoeksmethoden, die in sectie 4 besproken worden, werd er besloten om nog vier ondernemingen uit de populatie te verwijderen, met name Eryplast, Option Trading Company, Pharco en Sodiplan. Bij deze ondernemingen was er geen probleem om de gegevens te verzamelen, maar het probleem situeerde zich bij de berekening van het niveau van earnings management. We zullen in sectie 4 zien dat we hiervoor de omzet van de ondernemingen nodig hebben. Deze ondernemingen maken hun omzet echter niet bekend in hun financiële staten, omdat zij het verkort schema van de jaarrekening toepassen. Bijgevolg werken zij met de brutomarge in plaats van met de omzet. Dit maakt het onmogelijk om voor deze ondernemingen het niveau van earnings management te berekenen en zij kunnen bijgevolg geen deel uitmaken van de populatie.

Op die manier werd er een volledige populatie samengesteld van 51 Belgische ondernemingen die een Initial Public Offering ondernamen op een Belgische beurs in de periode 2003-2009. Alle ondernemingen worden opgesomd in Tabel 2. Naast de ondernemingsnaam worden ook de markt waarop de onderneming genoteerd is en het jaar van de IPO in de tabel opgenomen. Tot slot wordt ook aangegeven of de onderneming in kwestie vrijwillige winstvoorspellingen opgenomen heeft in haar prospectus. Dit zien we in de kolom "VS".

Zo kan de populatie van ondernemingen opgesplitst worden in twee groepen. De ene groep bestaat uit ondernemingen die vrijwillige winstvoorspellingen in hun prospectus opgenomen hebben terwijl de tweede groep bestaat uit ondernemingen die geen winstvoorspellingen opgenomen hebben. Wat de specifieke voorwaarden waren om tot een bepaalde groep toegewezen te worden, wordt besproken in sectie 3 van dit hoofdstuk. Niet alle ondernemingen in deze tabel zijn nu nog op de beurs genoteerd. Sommige ondernemingen zijn failliet verklaard, anderen zijn overgenomen en nadien van de beurs gehaald. Ze kunnen echter nog wel deel uitmaken van deze populatie omdat de financiële gegevens van het jaar na hun Initial Public Offering wel beschikbaar zijn.

De financiële gegevens van de ondernemingen in de dataset worden geraadpleegd via het programma Belfirst van het Bureau Van Dijk. Deze financiële gegevens zijn nodig om het niveau van earnings management per onderneming te berekenen, maar zullen bijvoorbeeld ook gebruikt worden voor het verzamelen van de onafhankelijke variabelen bij het toetsen van de hypotheses. Afhankelijk van het jaar waarin de onderneming een IPO ondernomen heeft, zullen gegevens van verschillende jaren geraadpleegd moeten worden.

Wanneer voor een bepaalde onderneming niet alle gegevens geraadpleegd kunnen worden via Belfirst, worden deze opgezocht op de Balanscentrale van de Nationale Bank van België of op de website van de betreffende onderneming. Zo kunnen voor elke onderneming de gepaste gegevens verzameld worden en moet er geen enkele onderneming meer uit de populatie verwijderd worden. Indien mogelijk, worden de gegevens verzameld op

geconsolideerde en enkelvoudige basis, maar hier wordt in de volgende sectie meer aandacht aan geschonken.

Tabel 2: Definitieve populatie

Naam	Markt	Jaar	VS	Naam	Markt	Jaar	VS
4Energy INV	Euronext	2008		Newtree	Vrije Markt	2005	X
Ablynx	Euronext	2007		Nyrstar	Euronext	2007	
Air Energy	Alternext	2007	X	Oxbridge	Vrije Markt	2007	X
Alfacam Group	Euronext	2007		PNS	Vrije Markt	2006	X
Antigoon	Vrije Markt	2008	X	Porthus	Alternext	2006	X
Arpadis Group	Vrije Markt	2007	X	Propharex	Vrije Markt	2004	X
Arseus	Euronext	2007		Proximedia	Vrije Markt	2005	X
Auriga	Vrije Markt	2009	X	Punch Telematix	Euronext	2006	
Banimmo	Euronext	2007		Realco	Vrije Markt	2006	X
BSB	Alternext	2008	X	Reibel	Vrije Markt	2005	X
De Rouck Geo	Alternext	2006		RHJ International	Euronext	2005	
Devgen	Euronext	2005		RV Assurance	Vrije Markt	2007	X
Ecodis	Alternext	2007		SCF Invest	Vrije Markt	2005	X
Elia	Euronext	2005		Sica Invest	Alternext	2009	
Emakina Group	Alternext	2006	X	SV Patrimonia	Vrije Markt	2007	X
EMD Music	Vrije Markt	2006	X	TEAM INT MRKT	Vrije Markt	2006	X
Evadix	Alternext	2006	X	Telenet Group	Euronext	2005	
Fixinox	Vrije Markt	2008	X	Tetrys	Vrije Markt	2008	X
Flexos	Vrije Markt	2008	X	Thenergo	Euronext	2008	
FNG Group	Vrije Markt	2008	X	Thrombogencis	Euronext	2006	
Galapagos	Euronext	2005		Tigenix	Euronext	2007	
Ice Concept	Vrije Markt	2007	X	Transics Int.	Euronext	2007	
MCLS	Vrije Markt	2007	X	U&I Learning	Vrije Markt	2006	X
Mdxhealth	Euronext	2006		Vision IT	Alternext	2007	
Metris	Euronext	2006		Zetes Industries	Euronext	2005	
Newton 21	Vrije Markt	2005	X				

Bron: Eigen opstelling

4.3 Beschrijving van de populatie

In deze sectie wordt een beschrijving gegeven van de populatie die we in de vorige sectie samengesteld hebben. Dit geeft onder meer een idee van de verschillen tussen de geselecteerde ondernemingen in deze populatie.

Zoals uit Tabel 2 blijkt, zijn de Initial Public Offerings, die in de populatie opgenomen zijn, genoteerd op drie verschillende deelmarkten van Euronext Brussel. Tabel 3 geeft een overzicht van de verspreiding van de ondernemingen over deze drie deelmarkten. 20 ondernemingen positioneerden zich op de centrale Euronextmarkt. Daarnaast vonden 22 ondernemingen de weg naar de Vrije Markt van Euronext Brussel. Tot slot zien we dat 9 ondernemingen na hun IPO op de markt Alternext genoteerd staan. Dit lijkt een logisch resultaat want we zien op de website van Euronext dat de Alternextmarkt de kleinste markt is. De Vrije Markt bevat echter veel minder ondernemingen dan de centrale Euronextmarkt, ook al vonden er in de periode 2003-2009 bij eerstgenoemde meer IPO's plaats. Dit wijst er op dat de Vrije Markt de laatste jaren zeer populair geworden is en een enorme uitbreiding gekend heeft.

Tabel 3: Aantal IPO's per deelmarkt

Aantal IPO's per deelmarkt			
	Deelmarkt		
	Euronext	Vrije Markt	Alternext
Aantal	20	22	9

Bron: Eigen opstelling

Tabel 4 geeft een overzicht van het aantal IPO's per jaar in de periode 2004-2009. We zien dat de periode 2005-2007 de meeste Initial Public Offerings opgeleverd heeft. De financiële wereld draaide toen nog zoals het hoort en de vooruitzichten leken ook nog rooskleurig. Eind 2007 werden de Verenigde Staten getroffen door een financiële crisis en ook de rest van de financiële wereld werd hier de jaren nadien het slachtoffer van. We zien dat dit ook zijn invloed heeft gehad op het aantal IPO's in België. In 2008 was het aantal IPO's al gedaald en toen in 2009 de bom barstte in Europa, waren er quasi geen IPO's meer in België.

In deze financiële crisis zitten we momenteel nog vast en dat zien we ook aan het feit dat we slechts zes ondernemingen uit de lijst van IPO's moesten schrappen omdat ze in 2010 of 2011 naar de beurs getrokken waren. Het is natuurlijk logisch dat ondernemingen minder geneigd zijn om naar de beurs te trekken wanneer de omstandigheden in de financiële omgeving slechter zijn. Beleggers vrezen immers dat ze hun investeringen in een onderneming niet zullen kunnen terugverdienen wat ervoor zorgt dat ondernemingen minder geneigd zijn om een beursgang te maken.

Tabel 4: Aantal IPO's per jaar

Aantal IPO's per jaar						
Aantal	Jaartal					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	1	11	13	17	7	2

Bron: Eigen opstelling

Om de geografische verspreiding van de populatie te bepalen, hebben we gekeken naar de maatschappelijke zetel van de ondernemingen. We zien in Tabel 5 dat de ondernemingen goed verspreid zijn over het hele land. Het aantal Initial Public Offerings in Vlaanderen, Wallonië en het Brussels Hoofdstedelijk Gewest liggen quasi op hetzelfde niveau. Dit wijst op het grote en toenemende belang van Brussel voor de Belgische economie. Niet alleen de huidige populatie telt 14 Brusselse IPO's, maar ook bij de IPO's die we uit de populatie verwijderd hebben, zaten vele ondernemingen die hun maatschappelijke zetel in het Brussels Hoofdstedelijk Gewest hebben. Wat Vlaanderen en Wallonië betreft, kunnen we stellen dat in Vlaanderen de provincie Antwerpen en in Wallonië de provincies Waals-Brabant en Henegouwen de hofleveranciers zijn. Er zijn drie provincies die geen enkele onderneming in de populatie hebben, met name Limburg, Namen en Luxemburg.

Tabel 5: Geografische verspreiding IPO's

Geografische verspreiding IPO's						
Vlaanderen	Antwerpen	Limburg	Oost-Vlaanderen	Vlaams-Brabant	West-Vlaanderen	Totaal
Aantal	9	0	3	3	3	18
Wallonië	Henegouwen	Luik	Luxemburg	Namen	Waals-Brabant	Totaal
Aantal	6	4	0	0	9	19
Brussel						14

Bron: Eigen opstelling

Op de website van de Kruispuntbank van Ondernemingen (KBO) geven ondernemingen informatie over de sector(en) waarin ze zich bevinden. Deze website gebruiken we dan ook om onze populatie te beschrijven op basis van hun aanwezigheid in de verschillende sectoren. We kijken hiervoor naar de Nace-Bel-code van de BTW-activiteiten. Over drie ondernemingen uit de populatie staat op de website van de KBO geen informatie over de sectoren waarin ze actief zijn. Sommige ondernemingen geven aan dat ze slechts in één sector actief zijn, terwijl andere ondernemingen aangeven in meerdere sectoren te opereren. In dit laatste geval tellen we enkel hun aanwezigheid in de eerste sector die ze vernoemen mee.

Op basis van de Nace-Bel-code en ISIC-structuur kunnen we alle sectoren aggregeren tot 10 sectoren die we nu bespreken. De ondernemingen in de populatie zijn het meest actief in de sector "Vrije beroepen, wetenschappelijke en technische activiteiten en administratieve en ondersteunende diensten". Daarna volgt de categorie "Groot- en detailhandel en transport". Ook "Industrie, elektriciteit en water" en "Informatie en communicatie" zijn duidelijk belangrijke sectoren. De andere sectoren zijn minder of zelfs helemaal niet vertegenwoordigd in deze populatie. Dit staat nog eens samengevat in Tabel 6. In deze tabel staan de sectoren gerangschikt volgens de groepering op basis van de ISIC-structuur waar Landbouw nummer 1 krijgt en Andere diensten nummer 10.

Tabel 6: Sectoriële indeling van IPO's

Sectoriële indeling	
Sector	Aantal IPO's
Landbouw	0
Industrie, elektriciteit, water	8
Bouwnijverheid	2
Groot-en detailhandel, transport	9
Informatie en communicatie	8
Financiële en verzekeringsactiviteiten	3
Vastgoed	2
Vrije beroepen, wetenschappelijke en technische activiteiten en administratieve en ondersteunende diensten	13
Menselijke gezondheidszorg en maatschappelijke dienstverlening	3
Andere diensten	0

Bron: Eigen opstelling

Belangrijk voor dit onderzoek is de mate waarin ondernemingen vrijwillige winstvoorspellingen opnemen in hun IPO-prospectus. We zien dat 28 van de 51 ondernemingen vrijwillige winstvoorspellingen opgenomen hebben in hun prospectus. Deze ondernemingen zijn in Tabel 2 aangeduid met een X in de kolom "VS". Vanzelfsprekend betekent dit dat 23 ondernemingen geen melding maken van winstvoorspellingen in hun prospectus. Met deze twee groepen zal in het onderzoek verder gewerkt worden.

Het is belangrijk om hierbij aan te geven wat we concreet als winstvoorspellingen beschouwen. Om als onderneming die vrijwillige winstvoorspellingen vrijgeeft gecatalogeerd te worden, is het niet voldoende om in het kort vooruitzichten en richtcijfers voor de toekomst in het prospectus te vermelden. Dit wordt immers door alle ondernemingen gedaan. Enkel ondernemingen die duidelijk een voorspelling maken van hun balans en resultatenrekening voor de jaren na de Initial Public Offering en waar de voorspelde winst na

belasting duidelijk uitgerekend staat, worden aanzien als ondernemingen die vrijwillige winstvoorspellingen bekendmaken.

Verschillende ondernemingen geven hun vrijwillige winstvoorspellingen op geconsolideerde basis. Het spreekt voor zich dat we deze geconsolideerde voorspellingen dan gaan vergelijken met de geconsolideerde resultaten van de jaren nadien. Ook bij de ondernemingen die geen voorspellingen bekendmaken, zullen we voor de berekening van het niveau van earnings management werken met de geconsolideerde resultaten, indien dit mogelijk is. In de hele populatie zijn er 25 ondernemingen die het jaar na hun Initial Public Offering een geconsolideerde jaarrekening opgesteld hebben. Vanzelfsprekend betekent dit dat 26 ondernemingen geen geconsolideerde jaarrekening opgesteld hebben het jaar na hun IPO. We zien dus dat de populatie bijna gelijk verdeeld is tussen ondernemingen die een geconsolideerde jaarrekening opstellen en niet-consoliderende ondernemingen.

Van de 51 ondernemingen in de populatie worden er slechts 12 in de periode rond hun Initial Public Offering gecontroleerd door een auditor uit de Big 4. De aanwezigheid van een Big 4-auditor kan belangrijk zijn voor het niveau van earnings management. Dit veronderstellen we immers in hypothese 5. Dit resultaat geeft aan dat ook kleinere bedrijfsrevisoren belangrijk kunnen zijn bij een IPO. Er moet hierbij wel opgemerkt dat de 5^{de} grootste onderneming op het gebied van audit, BDO, wel veel ondernemingen uit de populatie controleerde. BDO is, net als de Big 4-bedrijven, een internationale speler op de auditmarkt.

17 van de 51 ondernemingen volgen de internationale IAS/IFRS-boekhoudstandaarden. De andere 34 ondernemingen in de populatie werken nog steeds met de lokale GAAP-boekhoudstandaarden. Het zijn voornamelijk ondernemingen die een geconsolideerde jaarrekening bekend moeten maken die werken met de IAS/IFRS-standaarden. Deze zijn dat immers verplicht door een verordening van de Europese Unie. Niet alle ondernemingen met een geconsolideerde jaarrekening volgen deze verplichting echter.

De schuldgraad van ondernemingen berekenen we door het totaal aan schulden te delen door het totaal der activa. We zien dat de gemiddelde schuldgraad in de populatie gelijk is aan 0.496. Gemiddeld hebben de ondernemingen dus schulden die oplopen tot de helft van de activa. Er is een onderneming in de populatie die een schuldgraad heeft die hoger is dan 1, wat wil zeggen dat deze onderneming hogere schulden heeft dan het balanstotaal. Dit kan doordat deze onderneming door een hoog overgedragen verlies een negatief eigen vermogen heeft.

Om de invloed van de grootte van een onderneming op het niveau van earnings management te testen, werken we met de logaritme van het totaal der activa. Omdat deze waarden echter weinig info geven over de werkelijke grootte, kijken we nu kort naar de totale activa. Het gemiddelde hiervan is gelijk aan 233 miljoen euro met een maximum van

3,9 miljard euro. Dit gemiddelde is door de hoge uitschieters uiteraard een vertekend gemiddelde. Het minimum van het totaal der activa in deze populatie is gelijk aan 1,27 miljoen euro.

4.4 Onderzoeksmethoden

Het onderzoek zal gevoerd worden naar het voorbeeld van een onderzoek van Cormier en Martinez uit 2006. We zagen reeds dat zij een gelijkaardig onderzoek voerden naar de relatie tussen vrijwillige winstvoorspellingen en earnings management, maar dan bij Franse IPO's. Wat centraal staat in het empirisch onderzoek, is uiteraard de berekening van het niveau van earnings management voor de verschillende ondernemingen in de populatie. Enkel dan kan er later een uitspraak gedaan worden over de mogelijke relatie tussen vrijwillige winstvoorspellingen en earnings management bij een Initial Public Offering. Het niveau van earnings management is immers de afhankelijke variabele die in het onderzoek gebruikt wordt. De berekening van het niveau van earnings management komt in de eerste subsectie van deze sectie aan bod. Subsectie 2 behandelt vervolgens de statistische analysetechnieken die gebruikt zullen worden bij het testen van de hypotheses.

4.4.1 Berekening earnings management

Wanneer we earnings management willen berekenen, draait het uiteraard allemaal om de discretionaire accruals, de accruals die door de managers van de onderneming gemanipuleerd kunnen worden om de winsten bij te sturen. Deze moeten we schatten, want enkel de totale accruals, de som van de discretionaire en de niet-discretionaire accruals, kunnen uit de resultaten van de onderneming gehaald worden. De discretionaire accruals kunnen dan geschat worden aan de hand van een schattingsmodel. Zoals we reeds eerder zagen, zijn er verschillende modellen beschikbaar om de discretionaire accruals en dus bijgevolg het niveau van earnings management te berekenen.

Geen enkel model kan de discretionaire accruals op een perfecte manier schatten, maar Dechow et al. (1995) concluderen in hun onderzoek dat het Modified Jones Model de beste resultaten geeft. Sindsdien wordt dit model het meest gebruikt in studies rond earnings management, maar in dit onderzoek is dat niet het geval. Het is immers onmogelijk om hier met dit model te werken aangezien er bij het Modified Jones Model gewerkt moet worden met tijdreeksdata. Dit kan alleen maar als elke onderneming in hetzelfde jaar naar de beurs getrokken is en dat is hier niet het geval. In navolging van het onderzoek van Cormier en Martinez (2006) kiezen we daarom voor het model dat zij zelf opstellen en gebruiken om

earnings management te berekenen. Vanaf nu wordt dit het model van Cormier en Martinez genoemd. Dit model lijkt trouwens sterk op het Modified Jones Model.

Daarnaast werken we ook met het model van DeAngelo uit 1986. Dit geeft ons de mogelijkheid om de resultaten van de twee berekeningswijzen met mekaar te vergelijken. Op die manier kan er een betere conclusie getrokken worden over de resultaten van het onderzoek, daar deze conclusie nu gebaseerd is op resultaten van twee verschillende berekeningsmodellen. Deze uitbreiding van het onderzoek zal ervoor zorgen dat de resultaten van het onderzoek meer betekenis krijgen. Hierna volgt eerst de schatting van de discretionaire accruals op basis van het model van Cormier en Martinez (2006). Vervolgens tonen we de berekening voor de schatting van de discretionaire accruals volgens het model van DeAngelo (1986).

Bij het model van Cormier en Martinez (2006) worden eerst de totale accruals voor elke onderneming in het jaar na de Initial Public Offering berekend. Deze kunnen we rechtstreeks afleiden uit de financiële staten van de onderneming, want ze vormen gewoon het verschil tussen de nettowinst van de onderneming en de kasstromen uit bedrijfsactiviteiten van het jaar na de IPO. De discretionaire en niet-discretionaire accruals kunnen niet direct waargenomen worden en ze moeten bijgevolg afgeleid worden via een model. Niet-discretionaire accruals geven de economische omgeving van de onderneming weer en kunnen bijgevolg niet beïnvloed worden door de onderneming. Ze worden door Cormier en Martinez (2006) op de volgende manier gemodelleerd:

Eerst worden de totale accruals voor een onderneming i en voor de huidige periode t in de volgende regressie gerelateerd aan de huidige prestaties van de onderneming, aan de kasstromen uit bedrijfsactiviteiten van de voorbije periode en aan de huidige materiële vaste activa van de onderneming.

$$\text{Accruals}_{it} = \alpha_1(\text{Verandering in verkopen})_{it} + \alpha_2(\text{Kasstromen uit bedrijfsactiviteiten})_{it-1} + \alpha_3(\text{Materiële Vaste Activa})_{it} + \alpha_4(\text{Verlies})_{it} + \varepsilon_{it}$$

waarbij

$$\text{Accruals}_{it} = (\text{Winst/Verlies van het boekjaar na belastingen})_{it} - (\text{Kasstromen uit bedrijfsactiviteiten})_{it}$$

$$(\text{Verandering in verkopen})_{it} = \text{Omzet}_{it} - \text{Omzet}_{it-1}$$

$$(\text{Kasstromen uit bedrijfsactiviteiten})_{it} = (\text{Winst/Verlies van het boekjaar na belastingen})_{it} + \text{Afschrijvingen}_{it} + \text{Waardeverminderingen}_{it} + (\text{Toevoegingen aan voorzieningen voor risico's en kosten})_{it}$$

Al deze variabelen kunnen uit de financiële staten van de onderneming gehaald worden en worden bijgevolg opgevraagd in Belfirst of afgehaald van de website van de betreffende onderneming. Zoals reeds aangehaald in de vorige sectie wordt er indien mogelijk gewerkt met gegevens uit de geconsolideerde jaarrekening van een onderneming.

Op de variabele "Verlies" na worden alle variabelen gestandaardiseerd door de waarden per onderneming te delen door het totaal der activa van de betreffende onderneming in het jaar na de Initial Public Offering. Zo worden verschillen tussen ondernemingen die het gevolg zijn van het verschil in grootte tussen de ondernemingen weggewerkt. De variabele Verlies wordt niet geschaald omdat het een dummy-variabele is. Een onderneming krijgt voor deze variabele de waarde 1 wanneer ze in het jaar na de Initial Public Offering een verlies realiseerde. Logischerwijze krijgt ze dan de waarde 0 wanneer de onderneming wel een positieve winst realiseerde. Vervolgens wordt deze meervoudige lineaire regressie in het statistische programma STATA geschat. Er wordt hier gewerkt met de gegevens uit de jaarrekeningen van 51 ondernemingen, waarbij er voor 25 ondernemingen gewerkt wordt met de geconsolideerde jaarrekening en voor 26 ondernemingen met de enkelvoudige gegevens. Dit geeft het volgende resultaat:

$$\text{Accruals}_{it} = -0.019 + 0.014(\text{Verandering in verkopen})_{it} - 0.001(\text{Kasstromen uit bedrijfsactiviteiten})_{it-1} - 0.106(\text{Materiële Vaste Activa})_{it} - 0.011(\text{Verlies})_{it}$$

De coëfficiënten van deze geschatte regressie worden vervolgens gebruikt om voor elke onderneming in de dataset een waarde voor de totale accruals te schatten. Deze schattingen worden "fitted values" genoemd en worden binnen het model aanzien als de niet-discretionaire accruals. Deze worden tot slot afgetrokken van de totale accruals die we eerder voor elke onderneming berekend hebben om een schatting te krijgen van de discretionaire accruals. Deze accruals geven een aanduiding van het niveau van earnings management binnen een onderneming. Ze worden later in het onderzoek als afhankelijke variabele gebruikt om de invloed van bepaalde variabelen op het niveau van earnings management in het jaar na een Initial Public Offering te schatten. Naar deze berekening wordt vanaf nu verwezen met de term "Cormier & Martinez – gec."

Om het onderzoek wat uit te breiden, zullen we de hypotheses op verschillende manieren testen. Hier gaan we het niveau van earnings management ook berekenen met de gegevens uit de enkelvoudige jaarrekeningen alleen. We kunnen dan zien of de resultaten verschillen wanneer er gewerkt wordt met geconsolideerde of enkelvoudige gegevens. Managers kunnen immers vaak enkel de winsten van de moederonderneming sturen. Bovendien kan de groepssamenstelling wijzigen doorheen de jaren waardoor de voorspellingen niet meer correct zouden zijn. We berekenen de discretionaire accruals op basis van de enkelvoudige gegevens op dezelfde manier, met het model van Cormier en Martinez (2006). Hier werken we met gegevens uit 51 enkelvoudige jaarrekeningen. De resultaten zijn dan als volgt:

$$\text{Accruals}_{it} = -0.014 - 0.021(\text{Verandering in verkopen})_{it} - 0.118(\text{Kasstromen uit bedrijfsactiviteiten})_{it-1} + 0.015(\text{Materiële Vaste Activa})_{it} - 0.037(\text{Verlies})_{it}$$

Net zoals bij de geconsolideerde gegevens worden de coëfficiënten van deze geschatte regressie gebruikt om voor elke onderneming in de dataset de totale accruals te schatten. De discretionaire accruals schatten we dan door de geschatte totale accruals af te trekken van de werkelijke totale accruals voor elke onderneming. We zien dat de coëfficiënten van deze regressie toch wel verschillen van de coëfficiënten van de regressie waarbij geconsolideerde gegevens gebruikt worden. In de volgende hoofdstukken zullen we zien of dit gevolgen heeft voor de conclusies die we kunnen trekken over de hypothesen. Dit model wordt vanaf nu "Cormier & Martinez – enk." genoemd.

De tweede manier waarop we het niveau van earnings management in dit onderzoek gaan berekenen, is volgens het model van DeAngelo uit 1986. Net als het Healy-model uit 1985 werkt dit model niet met een tijdreeksstructuur en kunnen we het bijgevolg toepassen op onze gegevens. We verkiezen het DeAngelo-model hier boven het Healy-model omdat het iets recenter is. Het DeAngelo-model bouwde bovendien voort op het Healy-model maar hield rekening met de kritieken die erop gegeven werden. Zoals reeds kort besproken in sectie 3.3 houdt DeAngelo rekening met een benchmark om de discretionaire accruals te schatten. Ook op dit model is veel commentaar gekomen, maar omdat het een van de enige modellen is waar earnings management geschat kan worden zonder tijdreeksstructuur, gebruiken we dit toch als tweede berekeningsmodel. De berekening van de discretionaire accruals verloopt dan als volgt.

Opnieuw worden eerst de niet-discretionaire accruals (NDA) geschat. Dit doen we door te kijken naar de totale accruals (TA) van de vorige periode. Deze worden gedeeld door het totaal der activa (A) van twee periodes geleden:

$$\text{NDA}_{it} = \text{TA}_{it-1} / \text{A}_{it-2}$$

Vervolgens worden de discretionaire accruals (DA) opnieuw berekend door de totale accruals van deze periode te verminderen met de schatting van de niet-discretionaire accruals van deze periode. De assumptie in dit model is dat de niet-discretionaire accruals niet wijzigen doorheen de tijd. De discretionaire accruals worden dan als volgt berekend:

$$\text{DA}_{it} = \text{TA}_{it} / \text{A}_{it-1} - \text{NDA}_{it} = (\text{TA}_{it} - \text{TA}_{it-1}) / \text{A}_{it-1}$$

Net zoals bij het model van Cormier en Martinez (2006) zal het niveau van earnings management in dit model berekend worden op twee manieren. Er wordt eerst gewerkt met een mengeling van de geconsolideerde gegevens en de enkelvoudige gegevens. De geconsolideerde gegevens worden gebruikt wanneer voor een onderneming de geconsolideerde jaarrekening beschikbaar is. Zoals eerder aangegeven, zijn er 25

ondernemingen die een geconsolideerde jaarrekening openbaar gemaakt hebben. Bij de tweede manier worden de discretionaire accruals geschat op basis van de enkelvoudige gegevens alleen. Er wordt dan gewerkt met 51 enkelvoudige jaarrekeningen. Naar de eerste berekeningsmanier wordt vanaf nu verwezen met de term "DeAngelo – gec.", naar de tweede met de term "DeAngelo – enk."

De berekeningswijze van DeAngelo (1986) is veel eenvoudiger en over het algemeen wordt aangenomen dat deze leidt tot minder goede schattingen van het niveau van earnings management. Het zou incorrect zijn om een analyse enkel te baseren op dit berekeningsmodel, maar in combinatie met het model van Cormier en Martinez (2006) kan dit model zeker en vast zijn nut bewijzen. De resultaten van de twee modellen kunnen dan vergeleken worden. Hierbij moet wel opgemerkt worden dat voor enkele ondernemingen niet met het model van DeAngelo gewerkt kan worden. Acht ondernemingen waren immers nog niet opgericht twee jaar voor hun beursnotatie. Dit maakt het onmogelijk om voor deze ondernemingen via het model van DeAngelo de discretionaire accruals te berekenen. Van die acht ondernemingen stelden er zes enkel een enkelvoudige jaarrekening op. Twee andere ondernemingen stelden ook een geconsolideerde jaarrekening op.

4.4.2 Analysetechnieken

Nu voor elke onderneming het niveau van earnings management berekend is, kunnen we de opgestelde hypotheses testen. Dit zal gebeuren aan de hand van een statistische analyse. Net zoals bij de schatting van de discretionaire accruals wordt er gewerkt met het statistische programma STATA. In deze subsectie bespreken we hoe we precies te werk zullen gaan bij het testen van de hypotheses. Zoals we in de vorige subsectie zagen, hebben we voor elke onderneming het niveau van earnings management op vier manieren berekend. We zullen de opgestelde hypotheses dan ook vier keer testen en de resultaten van de vier tests met mekaar vergelijken.

De eerste hypothese is de belangrijkste en zal dan ook de meeste aandacht krijgen. Hierin wordt nagegaan of er een relatie is tussen het opnemen van winstvoorspellingen in het prospectus en het niveau van earnings management in het jaar na de Initial Public Offering. Hiervoor vergelijken we het gemiddelde niveau van earnings management van de twee groepen waarin we de populatie ingedeeld hebben, de voorspellers en de niet-voorspellers. Daarnaast voeren we een enkelvoudige lineaire regressie uit met het niveau van earnings management, de discretionaire accruals, als afhankelijke variabele en de dummy-variabele "Voorspelling" als onafhankelijke variabele. Een onderneming krijgt voor deze variabele de waarde 1 wanneer ze vrijwillige winstvoorspellingen opgenomen heeft in haar prospectus. In het andere geval krijgt een onderneming de waarde 0 voor deze variabele.

$$DA_{it} = \alpha_1(\text{Voorspelling})_{it}$$

Daarnaast voeren we een enkelvoudige lineaire regressie uit met de absolute waarden van de geschatte discretionaire accruals als afhankelijke variabele. Het gevaar bestaat immers dat binnen dezelfde groep opwaarts en neerwaarts earnings management tegenover mekaar uitgevlakt worden zodat de gemiddelde waarde niet het correcte niveau van earnings management weergeeft. Wanneer we dan werken met de absolute waarden van de schattingen, elimineren we dit risico.

We hebben dan een schatting van de grootte van earnings management, ongeacht of dit opwaarts of neerwaarts was. Dan kunnen we door de gemiddeldes van de voorspellers en de niet-voorspellers te vergelijken beter zien welke groep het meest aan earnings management gedaan heeft. Daarnaast voeren we opnieuw een enkelvoudige lineaire regressie uit. De onafhankelijke variabele blijft hetzelfde, maar de afhankelijke variabele is nu de absolute waarde van de discretionaire accruals.

$$ABS(DA)_{it} = \alpha_1(\text{Voorspelling})_{it}$$

In tegenstelling tot de meeste andere onderzoeken wordt er hier niet gewerkt met de correlatiecoëfficiënten tussen verschillende variabelen, maar wordt er gekeken naar enkelvoudige lineaire regressies. De reden hiervoor ligt in het feit dat we, in navolging van het onderzoek van Cormier en Martinez (2006), eerst gaan kijken naar de verschillen in het gemiddelde niveau van earnings management tussen de twee groepen. Dit doen we niet enkel bij deze variabele, maar ook bij de andere variabelen. De coëfficiënt in de enkelvoudige regressie is dan gewoon het verschil tussen beide gemiddelde niveaus. We kijken naar de gemiddeldes omdat we dan een beeld gaan krijgen van de grootte en de richting van het earnings management. Dit is niet het geval bij een correlatietabel. Op het einde van dit hoofdstuk zal wel een correlatiematrix getoond worden die al een idee geeft van de samenhang tussen de verschillende variabelen. Deze matrix wordt opgesteld aan de hand van de gegevens van het eerste model, Cormier en Martinez – gec.

De tweede en de derde hypothese worden tegelijk getest in een volgende statistische analyse. Bij deze hypothesen wordt er enkel gewerkt met ondernemingen die vrijwillige winstvoorspellingen opgenomen hebben in hun prospectus. We willen immers nagaan of ondernemingen die een lagere winst halen dan voorspeld, hun winsten naar boven zullen sturen en vice versa. Daarom creëren we een nieuwe dummy-variabele, "Afwijking". Een onderneming krijgt voor deze variabele de waarde 1 wanneer de gerealiseerde winst van de onderneming hoger ligt dan de voorspelde winst en de waarde 0 wanneer de gerealiseerde winst lager ligt dan de voorspelde winst. We delen de voorspellers dus nog eens op in twee groepen, de overperformers en de underperformers.

Voor deze twee groepen gaan we dan het gemiddelde niveau van earnings management bekijken en met mekaar vergelijken. Daarnaast voeren we opnieuw een enkelvoudige lineaire regressie uit met de schatting van de discretionaire accruals als afhankelijke variabele en "Afwijking" als onafhankelijke variabele.

$$DA_{it} = \alpha_1(\text{Afwijking})$$

Hier hoeven we niet te werken met de absolute waarden van de schattingen van de discretionaire accruals omdat we wel degelijk geïnteresseerd zijn in het teken van het gemiddelde niveau. We verwachten immers dat de overperformers een negatief gemiddelde halen terwijl we van de underperformers een positief gemiddelde verwachten. Omdat we bij deze twee hypothesen rekening houden met de winstvoorspellingen van de ondernemingen, testen we deze slechts op twee manieren. Het heeft immers geen nut om deze mogelijke relatie te testen met alleen enkelvoudige gegevens wanneer we weten dat sommige voorspellingen gemaakt zijn op geconsolideerde basis.

De laatste vier hypothesen worden tot slot op een gelijkaardige manier getoetst. Hier wordt de relatie getest tussen bepaalde ondernemingsfactoren en het niveau van earnings management. Het gaat hier specifiek om de grootte van de onderneming, de auditor van de onderneming, de boekhoudstandaarden die de onderneming volgt en de schuldgraad van de onderneming. Deze relaties worden eerst afzonderlijk getest waarna ze tot slot nog samengevoegd worden in een lineaire regressie. De gebruikte variabelen worden als volgt gedefinieerd:

Grootte: De grootte van een onderneming wordt gemeten door de natuurlijke logaritme te nemen van het totaal der activa van de onderneming. De logaritme wordt erg vaak gebruikt in onderzoeken omdat mogelijke outliers dan ingeperkt worden zodat ze niet voor een vertekend resultaat kunnen zorgen.

Auditor: Deze variabele neemt de waarde 1 aan wanneer de betreffende onderneming gecontroleerd wordt door een Big 4-auditor. In het andere geval krijgt deze variabele de waarde 0.

Boekhoudstandaarden: Een onderneming krijgt voor deze variabele de waarde 1 wanneer ze de internationale IAS/IFRS-boekhoudstandaarden volgt. Wanneer daarentegen de lokale GAAP-boekhoudstandaarden gevolgd worden, krijgt een onderneming voor deze variabele de waarde 0.

Schuldgraad: Deze variabele geeft de schuldgraad aan van een onderneming en wordt berekend door het totaal aan schulden van elke onderneming te delen door het totaal der activa van elke onderneming.

Bij de dummy-variabelen "Auditor" en "Boekhoudstandaarden" vergelijken we eerst het gemiddelde niveau van earnings management tussen de twee groepen. Vervolgens voeren we een enkelvoudige lineaire regressie uit met het niveau van earnings management als afhankelijke variabele en de dummy-variabele als onafhankelijke variabele. Voor de variabelen "Grootte" en "Schuldgraad" voeren we enkel een enkelvoudige lineaire regressie uit, aangezien we deze variabelen niet kunnen indelen in twee groepen. Eerst doen de gewone schattingen van de discretionaire accruals dienst als afhankelijke variabele. Dan zien we of de variabele in kwestie een invloed heeft op de richting van het earnings management. Die richting kan immers opwaarts of neerwaarts zijn.

$$DA_{it} = \alpha_1(\text{Grootte})$$

$$DA_{it} = \alpha_1(\text{Auditor})$$

$$DA_{it} = \alpha_1(\text{Boekhoudstandaarden})$$

$$DA_{it} = \alpha_1(\text{Schuldgraad})$$

Tot slot voeren we een meervoudige lineaire regressie uit waar we deze vier variabelen toevoegen alsook de variabele "Voorspelling". Zo worden eventuele correlaties tussen bepaalde variabelen geëlimineerd en kunnen we de werkelijke invloed van de variabelen inschatten.

$$DA_{it} = \alpha_1(\text{Voorspelling}) + \alpha_2(\text{Grootte}) + \alpha_3(\text{Auditor}) + \alpha_4(\text{Boekhoudstandaarden}) + \alpha_5(\text{Schuldgraad})$$

Deze vier hypothesen worden ook getest met de absolute waarden van de schattingen van de discretionaire accruals. Daarmee zien we dan de invloed van de variabelen op de grootte van het earnings management. De absolute waarden van de schattingen geven hier immers een beter beeld van, ongeacht of het earnings management opwaarts of neerwaarts was. De enkelvoudige lineaire regressies die door STATA uitgevoerd worden, zijn dan de volgende:

$$ABS(DA)_{it} = \alpha_1(\text{Grootte})$$

$$ABS(DA)_{it} = \alpha_1(\text{Auditor})$$

$$ABS(DA)_{it} = \alpha_1(\text{Boekhoudstandaarden})$$

$$ABS(DA)_{it} = \alpha_1(\text{Schuldgraad})$$

Tot slot wordt ook een hier meervoudige lineaire regressie geschat in STATA. Deze ziet er als volgt uit:

$$ABS(DA)_{it} = \alpha_1(\text{Voorspelling}) + \alpha_2(\text{Grootte}) + \alpha_3(\text{Auditor}) + \alpha_4(\text{Boekhoudstandaarden}) + \alpha_5(\text{Schuldgraad})$$

Voor we alle regressies in de volgende hoofdstukken gaan schatten, kijken we al kort naar de correlaties tussen de verschillende variabelen en hun significantie. Dit zal al een beeld geven van de samenhang tussen de veranderlijken, maar vertelt nog niks over het niveau van earnings management. Dit zullen we in de volgende hoofdstukken bespreken. In Tabel 7 zien we de correlatiematrix op basis van de gegevens van het eerste model, Cormier en Martinez – gec. De variabelen “Voorspelling”, “Boekhoudstandaarden” en “Schuldgraad” worden om plaats te besparen respectievelijk weergegeven door “Voorsp.”, “BH-stan.” en “Schuld.”.

Tabel 7: Correlatiematrix

	DA	ABS(DA)	Voorsp.	Grootte	Auditor	BH-stan.	Schuld.
DA	1						
ABS(DA)	-0.0803	1					
Voorsp.	-0.0408	0.8408	1				
Grootte	0.1208	-0.1312	-0.6579*	1			
Auditor	0.2322	-0.0197	-0.1414	0.4251*	1		
BH-stan.	0.0383	0.1197	-0.6966	0.6400*	0.3922*	1	
Schuld.	-0.0663	0.1574	0.3890*	-0.1341	0.0356	-0.0685	1

* = significant op het 10%-significantieniveau

Bron: Eigen opstelling

We zien een licht negatieve, insignificante correlatie tussen “Voorspelling” en de normale en absolute schattingen van de discretionaire accruals, respectievelijk “DA” en “ABS(DA)”. Ook de andere variabelen hebben geen significante correlatie met deze twee afhankelijke variabelen. De variabele “Afwijking” is weggelaten uit deze correlatiematrix omdat niet alle ondernemingen een waarde hebben gekregen voor deze veranderlijke, maar hier komen we in hoofdstuk 6 uitgebreid op terug. We zien wel significante correlaties tussen andere variabelen. Dit wijst er op dat er wel significante relaties kunnen ontstaan wanneer variabelen samengevoegd worden in meervoudige lineaire regressie. Hier wordt in hoofdstuk 7 aandacht aan geschonken.

Hoofdstuk 5: Toetsing hypothese 1

Nadat in hoofdstuk 4 een schatting gemaakt is van de discretionaire accruals per onderneming en de analysetechnieken besproken zijn, kunnen we in dit hoofdstuk beginnen met de bespreking van de resultaten van het empirisch onderzoek. Hoofdstuk 5 bespreekt de resultaten omtrent de eerste hypothese. De vier verschillende berekeningsmethoden komen aan bod in de verschillende secties van dit hoofdstuk. Sectie 1 bespreekt de resultaten aan de hand van het model van Cormier en Martinez waarbij zowel geconsolideerde als enkelvoudige gegevens gebruikt worden, Cormier & Martinez – gec. Sectie 2 maakt gebruik van hetzelfde model, maar met alleen de enkelvoudige gegevens, Cormier & Martinez – enk. In sectie 3 vinden we de resultaten van het model van DeAngelo waar geconsolideerde en enkelvoudige gegevens gebruikt worden, DeAngelo – gec., waarna sectie 4 hetzelfde model gebruikt met alleen de enkelvoudige gegevens, DeAngelo – enk.

5.1 Cormier & Martinez – gec.

Om te beginnen wordt de eerste hypothese dus getest volgens het model van Cormier en Martinez. Zoals gezegd werken we eerst met de schattingen op basis van de geconsolideerde gegevens indien de onderneming een geconsolideerde jaarrekening opstelt. Voor de andere ondernemingen wordt gewerkt met de enkelvoudige gegevens. In de volgende sectie bespreken we de resultaten aan de hand van de schattingen op basis van alleen de enkelvoudige gegevens. Voor de goede orde herhalen we de eerste hypothese nog eens.

Hypothese 1: Ondernemingen die vrijwillige winstvoorspellingen bekendmaken in hun IPO-prospectus zijn meer geneigd om hun winsten te sturen in het jaar na hun beursgang dan ondernemingen die geen winstvoorspellingen bekendmaken.

We delen hiervoor de dataset op in twee groepen. De eerste groep bestaat uit ondernemingen die geen vrijwillige winstvoorspellingen opgenomen hebben in hun prospectus. De tweede groep bestaat logischerwijze uit ondernemingen die dat wel gedaan hebben. Vervolgens vergelijken we het gemiddelde niveau van earnings management voor deze twee groepen. We zien dat de eerste groep, de niet-voorspellers, een licht positief gemiddelde (0.0015793) haalt terwijl de tweede groep, de voorspellers, een licht negatief gemiddeld heeft (-0.0012972). De eerste groep doet dus iets meer aan opwaarts earnings management terwijl de tweede meer aan neerwaarts earnings management doet. Deze resultaten vinden we terug in Tabel 8.

Dit zien we ook wanneer we een enkelvoudige lineaire regressie uitvoeren met het niveau van earnings management als afhankelijke variabele. De onafhankelijke variabele is een

dummy-variabele waarvoor een onderneming de waarde 1 krijgt wanneer ze vrijwillige winstvoorspellingen opneemt in haar prospectus en de waarde 0 in het andere geval. De coëfficiënt bij deze dummy-variabele is uiteraard het verschil tussen de twee gemiddelde niveaus van earnings management, -0.0028765 . Deze coëfficiënt is niet significant wat erop wijst dat er geen significant verschil is tussen de twee groepen wat het gemiddelde niveau van earnings management betreft.

We kunnen hier echter beter werken met de absolute waarden van onze schattingen. Wanneer we dat niet doen, kan het immers zijn dat binnen dezelfde groep opwaarts en neerwaarts earnings management tegenover mekaar uitgevlakt worden en dat mag niet de bedoeling zijn. We willen immers nagaan of een onderneming haar winsten gaat sturen in de richting van haar voorspellingen en dat kan zowel met opwaarts als met neerwaarts earnings management gebeuren. We zijn bij deze hypothese enkel geïnteresseerd in het niveau van earnings management, niet in het teken ervan. Bijgevolg voeren we deze analyse nogmaals uit voor de twee groepen aan de hand van de absolute waarden van de schattingen van de discretionaire accruals.

Het gemiddelde niveau van earnings management voor de niet-voorspellers, op basis van de absolute waarden van de schattingen, is nu gelijk aan 0.0286617 . Voor de voorspellers is dit gemiddelde nu gelijk aan 0.0274367 . We kunnen dus duidelijk zien dat de positieve en negatieve waarden tegenover mekaar uitgevlakt worden wanneer we niet met absolute waarden werken. De verschillen tussen de gemiddeldes van beide groepen lijken op het eerste zicht niet zo groot, maar we kunnen pas een definitieve uitspraak doen wanneer we een enkelvoudige lineaire regressie uitgevoerd hebben.

De afhankelijke variabele is nu de absolute waarde van de schatting van de discretionaire accruals voor elke onderneming. De onafhankelijke variabele is nog steeds de dummy-variabele die weergeeft of een onderneming tot de groep van de voorspellers of van de niet-voorspellers hoort. De coëfficiënt bij deze onafhankelijke variabele is -0.001225 , het verschil tussen de twee gemiddelde niveaus. Deze coëfficiënt is dus licht negatief wat erop wijst dat voorspellers gemiddeld gezien iets minder aan earnings management doen dan niet-voorspellers. Dit is het tegenovergestelde van wat in hypothese 1 vooropgesteld werd.

We zien echter dat deze coëfficiënt niet significant is, wat als gevolg heeft dat we geen uitspraak kunnen doen over de relatie tussen vrijwillige winstvoorspellingen en het niveau van earnings management. De eerste hypothese kan bijgevolg op basis van dit model niet aanvaard worden. Voorlopig kunnen we stellen dat er geen significant verschil is in het niveau van earnings management tussen ondernemingen die geen vrijwillige winstvoorspellingen opnemen en zij die dat wel doen. We zullen deze bevindingen vergelijken met de resultaten die we vinden op basis van de andere berekeningswijzen.

5.2 Cormier & Martinez – enk.

Vervolgens gaan we de eerste hypothese testen op basis van alleen de enkelvoudige gegevens van alle ondernemingen in de populatie. Dit lijkt onlogisch omdat 25 ondernemingen hun voorspellingen bekendmaakten in geconsolideerde vorm. Toch kan dit ook nuttig zijn aangezien managers vaak enkel de winsten van de moederonderneming kunnen sturen en ze niet zoveel zeggenschap hebben over de winststuring van hun dochterondernemingen. Bijgevolg laten we de geconsolideerde jaarrekeningen even links liggen en kijken we enkel naar de enkelvoudige, omdat de beslissingsmacht van de manager hier groter is. Bovendien kan de groepssamenstelling gewijzigd zijn na de IPO waardoor een vergelijking met de voorspellingen voor de IPO niet meer opportuun zou zijn.

De schattingen van de discretionaire accruals gebeuren hier dus opnieuw met het model van Cormier en Martinez, maar waarbij enkel gebruik gemaakt wordt van enkelvoudige gegevens. We gaan opnieuw eerst kijken naar de gemiddeldes van de twee groepen waardoor we al een idee krijgen van de verschillen. Vervolgens gaan we over tot een analyse van de gemiddeldes van de absolute waarden van de schattingen. Ook deze resultaten zijn terug te vinden in Tabel 8.

De ondernemingen die geen vrijwillige winstvoorspellingen opgenomen hebben in hun prospectus, hebben een gemiddeld niveau van earnings management van -0.0011695 . Het gemiddelde niveau van de voorspellers daarentegen is licht positief (0.0009607). De voorspellers doen dus gemiddeld iets meer aan opwaarts earnings management terwijl de niet-voorspellers iets meer aan neerwaarts earnings management doen. Het verschil tussen de twee groepen is echter klein, wat we ook zien in de enkelvoudige lineaire regressie. De coëfficiënt bij de dummy-variabele is 0.0021303 en is opnieuw niet significant verschillend van 0. Om dezelfde redenen als in de vorige sectie zetten we onze analyse verder met de absolute waarden van de schattingen.

De niet-voorspellers hebben dan een gemiddeld niveau van earnings management van 0.0381429 terwijl dit niveau bij de voorspellers iets lager ligt (0.0267509). De coëfficiënt in de enkelvoudige lineaire regressie is bijgevolg negatief en gelijk aan -0.0113921 . In tegenstelling tot wat we in hypothese 1 vooropstelden, doen ondernemingen die vrijwillige winstvoorspellingen in hun prospectus opnemen, minder aan earnings management dan ondernemingen die geen winstvoorspellingen bekend maakten. De negatieve coëfficiënt bij de dummy-variabele is echter niet significant verschillend van 0 wat ervoor zorgt dat er geen bewijs is van een negatieve relatie tussen het opnemen van winstvoorspellingen en het niveau van earnings management.

De eerste hypothese kan dus ook volgens deze berekeningswijze niet aanvaard worden. De negatieve coëfficiënt die we bekomen bij het gebruik van enkelvoudige gegevens wijst zelfs

meer op een negatieve relatie tussen het opnemen van vrijwillige winstvoorspellingen en earnings management, maar ook deze relatie kan niet statistisch bewezen worden. Tot nu toe kunnen we dus nog steeds geen bevestiging geven van de relatie die we verwachtten. Om deze resultaten te checken, gaan we de relatie onderzoeken aan de hand van het model van DeAngelo.

5.3 DeAngelo – gec.

In deze sectie zullen we de eerste hypothese testen aan de hand van de schattingen die we op basis van het model van DeAngelo gemaakt hebben van de discretionaire accruals. De berekeningswijze hebben we besproken in hoofdstuk 4 en daar hebben we gezien dat we voor enkele ondernemingen de discretionaire accruals niet konden schatten op deze manier. Bijgevolg doen we deze analyse met slechts 43 ondernemingen. In deze sectie wordt gewerkt met geconsolideerde gegevens indien mogelijk. Wanneer een onderneming geen geconsolideerde jaarrekening opstelt, wordt er gewerkt met de gegevens uit de enkelvoudige jaarrekening.

We zien dat het gemiddelde niveau van earnings management voor de niet-voorspellers gelijk is aan 0.0053458. Voor de voorspellers is dat gemiddelde gelijk aan 0.0099428. Het verschil tussen de beide groepen is hier opnieuw niet groot. Beide groepen doen volgens dit model iets meer aan opwaarts earnings management dan aan neerwaarts earnings management. De positieve coëfficiënt bij de dummy-variabele in de enkelvoudige lineaire regressie, 0.004597, is opnieuw niet significant verschillend van 0.

Ook hier gaan we kijken naar de absolute waarden van de schattingen van de discretionaire accruals. De ondernemingen die geen vrijwillige winstvoorspellingen vrijgeven, halen dan een gemiddelde van 0.049261. Zij die dat wel doen, halen een gemiddelde van 0.030737. Bijgevolg is de coëfficiënt bij de onafhankelijke variabele negatief (-0.0185239). Zoals we kunnen zien in Tabel 8, heeft deze coëfficiënt een P-waarde van 0.172 en is ze dus net niet significant verschillend van 0 op het 10%-significantieniveau.

Opnieuw kunnen we zeggen dat de eerste hypothese niet aanvaard kan worden door de resultaten van onze analyse. Het is niet bewezen dat ondernemingen die vrijwillige winstvoorspellingen opnemen in hun prospectus, hun winsten meer sturen dan ondernemingen die geen vrijwillige winstvoorspellingen opnemen. Deze bevindingen komen dus overeen met de resultaten van het model van Cormier en Martinez (2006). De negatieve coëfficiënt wijst zelfs op een mogelijke negatieve relatie tussen de variabelen, maar ook deze kan niet statistisch aangetoond worden.

5.4 DeAngelo – enk.

De laatste manier waarop we de eerste hypothese testen, bespreken we in deze sectie. We werken hier met de discretionaire accruals die geschat zijn volgens het model van DeAngelo op basis van de enkelvoudige gegevens van alle ondernemingen in de populatie. Vanzelfsprekend werken we hier op dezelfde manier als in de vorige secties. Ook de resultaten van deze analyse zijn terug te vinden in Tabel 8.

Wanneer we kijken naar het gemiddelde niveau van earnings management in de twee verschillende groepen, zien we dat de niet-voorspellers een gemiddelde halen van 0.0200965 terwijl de voorspellers een gemiddelde halen van 0.0192194. Bij beide groepen wordt er dus meer aan opwaarts earnings management gedaan. Opnieuw ligt dit gemiddelde niveau net iets hoger bij de niet-voorspellers dan bij de voorspellers. De coëfficiënt bij de onafhankelijke dummy-variabele in de enkelvoudige lineaire regressie is bijgevolg negatief (-0.0008771), maar zoals bij de vorige modellen is deze coëfficiënt insignificant.

Vervolgens gaan we kijken naar de absolute waarden van de schattingen van de discretionaire accruals. Het gemiddelde niveau van earnings management voor de niet-voorspellers is gelijk aan 0.0293751. De voorspellers halen een gemiddelde van 0.0359715. Volgens dit model doen de voorspellers dus wel meer aan earnings management dan de niet-voorspellers. In de enkelvoudige lineaire regressie is de coëfficiënt bij de onafhankelijke dummy-variabele bijgevolg positief (0.0065964). Deze coëfficiënt is echter opnieuw niet significant verschillend van 0. Ook op basis van deze berekeningswijze kunnen we dus geen bevestiging geven van de eerste hypothese. De coëfficiënt is nu wel licht positief wat de richting van de eerste hypothese bevestigt, maar deze coëfficiënt is duidelijk insignificant wat ons niet toestaat om rechtlijnige conclusies te trekken over de eerste hypothese.

Zoals uit Tabel 8 blijkt, kan hypothese 1 niet aanvaard worden op basis van de resultaten van het empirisch onderzoek. De vier verschillende manieren waarop we deze hypothese getest hebben, zorgen voor insignificante resultaten. In de correlatiematrix zagen we dat de variabele Voorspelling significante correlaties had met andere variabelen. Daarom gaan we in hoofdstuk 7 deze eerste hypothese nog eens herbekijken met behulp van meervoudige lineaire regressies. Wanneer andere variabelen mee opgenomen worden in de analyse, kunnen we een correctere uitspraak doen over de invloed van het opnemen van winstvoorspellingen op het niveau van earnings management.

Tabel 8: Resultaten hypothese 1

Resultaten hypothese 1		Gemiddelde discretionaire accruals		
		Voorspellers	Niet-voorspellers	Coëfficiënt "Voorspelling"
C&M-gec.	Waarde (normaal)	-0.0012972	0.0015793	-0.0028765
	P-waarde			0.776
	Waarde (absoluut)	0.0274367	0.0286617	-0.001225
	P-waarde			0.841
C&M-enk.	Waarde (normaal)	0.0009607	-0.0011695	0.0021303
	P-waarde			0.887
	Waarde (absoluut)	0.0267509	0.0381429	-0.0113921
	P-waarde			0.336
DeA-gec.	Waarde (normaal)	0.0099428	0.0053458	0.004597
	P-waarde			0.801
	Waarde (absoluut)	0.030737	0.049261	-0.0185239
	P-waarde			0.172
DeA-enk.	Waarde (normaal)	0.0192194	0.0200965	-0.0008771
	P-waarde			0.957
	Waarde (absoluut)	0.0359715	0.0293751	0.0065964
	P-waarde			0.624

Bron: Eigen opstelling

Hoofdstuk 6: Toetsing hypothesen 2 en 3

In hoofdstuk 5 werd nog geen bewijs gevonden voor de hypothese dat ondernemingen die winstvoorspellingen opnemen in hun prospectus meer aan earnings management doen dan ondernemingen die geen winstvoorspellingen opnemen in hun prospectus. In dit hoofdstuk gaan we enkel kijken naar ondernemingen die wel winstvoorspellingen opgenomen hebben in hun prospectus om hypothesen 2 en 3 te testen. Zoals aangegeven in hoofdstuk 4, testen we deze hypothesen niet op vier manieren, zoals de andere hypothesen, maar slechts op twee manieren.

De modellen op basis van de enkelvoudige gegevens worden niet gebruikt. Het heeft immers geen zin om gegevens uit de enkelvoudige jaarrekeningen van ondernemingen mee te nemen in de berekening wanneer de winstvoorspellingen in het prospectus op geconsolideerde basis gemaakt werden. De enkelvoudige winst kunnen we niet vergelijken met de voorspelde geconsolideerde winst. In sectie 1 worden de twee hypothesen getest op basis van het model van Cormier en Martinez waarbij voor de ondernemingen die een geconsolideerde jaarrekening opstellen gewerkt wordt met geconsolideerde gegevens en voor de andere met enkelvoudige gegevens. Sectie 2 bespreekt vervolgens de resultaten van het model van DeAngelo met dezelfde informatie.

6.1 Cormier & Martinez – gec.

Eerst worden de tweede en de derde hypothese dus getest volgens het model van Cormier en Martinez. Hier werken we met de normale schattingen van de discretionaire accruals op basis van de geconsolideerde gegevens indien dit mogelijk is voor de onderneming in kwestie. Wanneer dit niet mogelijk is, worden gewoon de enkelvoudige gegevens gebruikt. Voor we de analyse starten, herhalen we de hypothesen die nu getest worden nog eens.

Hypothese 2: Als de winsten in het jaar na de Initial Public Offering hoger liggen dan voorspeld in het prospectus, zullen accruals aangewend worden die de gerapporteerde winst doen dalen.

Hypothese 3: Als de winsten in het jaar na de Initial Public Offering lager liggen dan voorspeld in het prospectus, zullen accruals aangewend worden die de gerapporteerde winst doen stijgen.

We werken hier dus enkel met ondernemingen die vrijwillige winstvoorspellingen opgenomen hebben in hun prospectus. Dit betekent dat we hier slechts werken met 28 ondernemingen uit de volledige populatie van 51 ondernemingen. 19 van deze 28 ondernemingen stellen

enkel een enkelvoudige jaarrekening op. De andere 9 ondernemingen stellen wel een geconsolideerde jaarrekening op. Bijgevolg werken we voor 19 observaties met de enkelvoudige gegevens. Voor al deze ondernemingen hebben we een nieuwe variabele "Afwijking" gecreëerd. Een onderneming krijgt voor deze variabele de waarde 1 wanneer haar gerealiseerde winst hoger ligt dan haar voorspelde winst. In het andere geval krijgt een onderneming de waarde 0. We zien dat slechts vier ondernemingen een hogere winst realiseren dan ze voorspeld hadden. Dit wijst erop dat bijna alle ondernemingen hun toekomstige resultaten te optimistisch voorgesteld hebben in hun prospectus.

Het feit dat de groep van overperformers uit slechts vier ondernemingen bestaat, heeft wel gevolgen voor de analyse. We zullen de resultaten met de nodige voorzichtigheid moeten behandelen aangezien het erg moeilijk is om conclusies te trekken op basis van een groep van vier ondernemingen. We zullen de resultaten nu bespreken. Belangrijk hierbij is dat we niet werken met de absolute waarden van de schattingen van de discretionaire accruals. We zijn hier immers vooral geïnteresseerd in de richting van het earnings management.

Het gemiddelde niveau van earnings management voor de underperformers is licht positief en gelijk aan 0.0047366. Voor de overperformers daarentegen is het gemiddelde niveau van earnings management negatief en gelijk aan -0.0375. Deze gemiddeldes wijzen op een mogelijke bevestiging van de tweede en derde hypothese. Wanneer we echter kijken naar de t-testen die bij deze gemiddeldes horen, zien we dat deze gemiddeldes niet significant verschillend zijn van 0.

Bij de underperformers ligt het gemiddelde immers erg dicht bij 0 wat erop wijst dat er zowel aan neerwaarts als opwaarts earnings management gedaan wordt. Bij de overperformers ligt het gemiddelde verder weg van 0. We zien hier echter dat één van de vier ondernemingen in deze groep positieve discretionaire accruals heeft. Doordat deze groep slechts uit vier ondernemingen bestaat, is het moeilijk om een gemiddelde te halen dat statistisch significant verschillend is van 0. Hoe kleiner het aantal ondernemingen in de groep, hoe moeilijker het is om een significant verschil te vinden.

Wanneer we vervolgens de enkelvoudige lineaire regressie uitvoeren met de schatting van de discretionaire accruals als afhankelijke variabele en de variabele "Afwijking" als onafhankelijke variabele, zien we dat de coëfficiënt bij "Afwijking" -0.0422366 bedraagt. Deze coëfficiënt is negatief zoals we verwacht hadden en is bovendien wel significant verschillend van 0. Dit zien we in Tabel 9. Er is dus duidelijk een verschil in het gemiddelde niveau van earnings management tussen de underperformers en de overperformers, maar het is riskant om op dit verschil voort te gaan om de hypothesen te ondersteunen.

De combinatie van de analyse van de gemiddeldes en de enkelvoudige lineaire regressie doet vermoeden dat overperformers wel degelijk gebruik maken van neerwaartse accruals om

hun winsten te sturen in de richting van hun winstvoorspellingen. Jammer genoeg is de groep overperformers in deze populatie niet groot genoeg waardoor geen statistische bevestiging gegeven kan worden van hypothese 2. Enkel het vermoeden blijft overeind. De groep underperformers is wel groot genoeg, maar ook hier kan geen statistische bevestiging gegeven worden van de derde hypothese. Het positieve gemiddelde niveau van earnings management was niet hoog genoeg om onze vermoedens te bevestigen. In de volgende sectie wordt dezelfde analyse uitgevoerd aan de hand van het model van DeAngelo en wordt nagegaan of de beide modellen dezelfde resultaten geven.

6.2 DeAngelo – gec.

De analyse verloopt uiteraard op dezelfde wijze als in de vorige sectie. Net als bij de eerste hypothese moeten we hierbij wel opmerken dat niet voor alle ondernemingen de nodige gegevens verzameld konden worden om de discretionaire accruals te schatten volgens het model van DeAngelo. Bijgevolg werken we hier met een populatie van 25 ondernemingen waarvan er 21 een lagere winst realiseerden dan voorspeld. De vier ondernemingen die een hogere winst haalden dan ze voorspeld hadden, bevinden zich nog steeds in de populatie. 16 van de 25 ondernemingen stelden het jaar na hun IPO een enkelvoudige jaarrekening op terwijl de 9 anderen een geconsolideerde jaarrekening opstelden. Ook de resultaten op basis van dit model zijn terug te vinden in Tabel 9.

Het gemiddelde niveau van earnings management voor de underperformers is positief en gelijk aan 0.0109079. Ook het gemiddelde niveau van de overperformers is hier licht positief (0.0048759). Dit resultaat staat in contrast met het resultaat dat we vonden bij het model van Cormier en Martinez. Daar was dit gemiddelde immers negatief. Dit toont nog maar eens aan dat er wel degelijk verschillen zijn tussen de verschillende berekeningsmodellen en dat het moeilijk is om een correcte schatting te maken van de discretionaire accruals. Beide gemiddeldes zijn echter opnieuw niet significant verschillend van 0 wat erop wijst dat er zowel aan opwaarts en neerwaarts earnings management gedaan wordt.

De coëfficiënt bij de dummy-variabele "Afwijking" in de enkelvoudige lineaire regressie is licht negatief, maar is in tegenstelling tot bij het model van Cormier en Martinez niet significant verschillend van 0. De combinatie van dit resultaat en de gemiddelde niveaus van earnings management geeft aan dat de tweede en de derde hypothese op basis van het model van DeAngelo niet aanvaard kunnen worden. Er is geen statistisch bewijs voorhanden dat aantoont dat overperformers meer aan neerwaarts earnings management doen en dat underperformers hun winsten meer opwaarts sturen.

Tabel 9: Resultaten hypotheses 2 en 3

Resultaten hypotheses 2 en 3		Gemiddelde discretionaire accruals		
		Overperformers	Underperformers	Coëfficiënt "Afwijking"
C&M-gec.	Waarde	-0.0375	0.0047366	-0.0422366
	P-waarde			0.024
DeA-gec.	Waarde	0.0048759	0.0109079	-0.006032
	P-waarde			0.811

Bron: Eigen opstelling

Hoofdstuk 7: Toetsing hypothesen 4 tot en met 7

In de vorige twee hoofdstukken werden de eerste drie hypothesen getest en konden we geen enkele aanvaarden. De laatste vier hypothesen worden in dit hoofdstuk getest. We onderzoeken hier of er andere factoren zijn die een invloed hebben op het niveau van earnings management van een onderneming in het jaar na een Initial Public Offering. Daarnaast wordt hypothese 1 nog eens bekeken om een definitieve uitspraak te doen over de invloed van het opnemen van winstvoorspellingen op het niveau van earnings management, rekening houdend met andere variabelen die een mogelijke invloed hebben.

Om al deze invloeden te testen, werken we op dezelfde manier als in hoofdstuk 5. We bespreken de resultaten van de vier hypothesen opnieuw per berekeningsmodel. In sectie 1 worden de hypothesen getest aan de hand van het model van Cormier en Martinez waarbij voor een bepaalde onderneming gebruikt gemaakt wordt van de geconsolideerde gegevens als er een geconsolideerde jaarrekening beschikbaar is. Zoniet wordt gewerkt met de enkelvoudige gegevens. Hier wordt naar verwezen met de term Cormier & Martinez – gec. Sectie 2 maakt gebruik van het tweede model, het model van Cormier en Martinez met alleen enkelvoudige gegevens. Vervolgens worden in sectie 3 de hypothesen getest aan de hand van het model van DeAngelo met geconsolideerde en enkelvoudige gegevens waarna in sectie 4 de resultaten van datzelfde model met alleen enkelvoudige gegevens besproken worden. Alle resultaten zijn op het einde van het hoofdstuk ook terug te vinden in Tabellen 10 tot en met 15.

7.1 Cormier & Martinez – gec.

De analyse gebeurt op dezelfde manier als in hoofdstuk 5, dus werken we eerst met het model van Cormier en Martinez met zowel geconsolideerde als enkelvoudige gegevens. Om de hypothesen te testen, kijken we opnieuw eerst naar de normale waarden van de schattingen van de discretionaire accruals waarna we vervolgens de resultaten bekijken van de absolute waarden van deze schattingen. Voor we de resultaten van de verschillende regressies bespreken, geven we eerst nog een overzicht van de hypothesen die in dit hoofdstuk getest worden.

Hypothese 4: Earnings management in het jaar na de Initial Public Offering ligt lager bij grotere ondernemingen dan bij kleinere ondernemingen.

Hypothese 5: Earnings management in het jaar na de Initial Public Offering ligt lager bij ondernemingen die een Big 4-auditor hebben dan bij ondernemingen die geen Big 4-auditor hebben.

Hypothese 6: Earnings management in het jaar na de Initial Public Offering ligt lager bij ondernemingen die de IAS/IFRS-boekhoudstandaarden volgen dan bij ondernemingen die de lokale boekhoudstandaarden volgen.

Hypothese 7: Earnings management in het jaar na de Initial Public Offering ligt lager bij ondernemingen met een hogere schuldgraad dan bij ondernemingen met een lagere schuldgraad.

Zoals we in hoofdstuk 4 al aangaven, testen we de hypothesen eerst afzonderlijk waarna we vervolgens een meervoudige lineaire regressie opstellen waarin alle factoren tezamen getest worden. Beginnen doen we hier met hypothese 4 waarin we de invloed nagaan van de grootte van een onderneming op het niveau van earnings management. Aangezien "Grootte" geen dummy-variabele is, testen we deze hypothese enkel aan de hand van een enkelvoudige lineaire regressie. De resultaten van deze enkelvoudige lineaire regressie en van de enkelvoudige regressies uit de volgende secties zijn terug te vinden in Tabel 10 op het einde van dit hoofdstuk.

Wanneer we kijken naar de resultaten van de enkelvoudige regressie met de normale schattingen van de discretionaire accruals als afhankelijke en "Grootte" als onafhankelijke variabele, zien we dat de coëfficiënt bij deze onafhankelijke variabele gelijk is aan 0.002209. Deze coëfficiënt is niet significant verschillend van 0. Het positieve teken van deze coëfficiënt geeft aan dat hoe groter een onderneming is, hoe meer ze geneigd zijn om aan opwaarts earnings management te doen. Om te kijken naar de werkelijke invloed van de grootte van een onderneming op het niveau van earnings management, kijken we ook naar de enkelvoudige regressie met de absolute waarden van de discretionaire accruals als afhankelijke variabele.

De coëfficiënt bij de variabele "Grootte" is in die enkelvoudige lineaire regressie dan licht negatief (-0.001445). Deze negatieve coëfficiënt ligt in de lijn van wat we verwachtten en opgesteld hebben in hypothese 4. Hoe groter een onderneming, hoe lager het niveau van earnings management. We zien echter dat deze coëfficiënt een P-waarde heeft van 0.359 en dus eveneens niet significant verschillend is van 0. We kunnen op basis van de enkelvoudige lineaire regressie met enkel "Grootte" als onafhankelijke variabele de vierde hypothese dus niet aanvaarden. Het kan echter zijn dat deze coëfficiënt beïnvloed wordt door andere factoren die we niet expliciet in deze regressie opgenomen hebben. De variabele "Grootte" had immers significante correlaties met enkele andere variabelen. Daarom zullen we pas een definitief oordeel kunnen vellen over hypothese 4 wanneer we de meervoudige lineaire regressie, met de andere mogelijke factoren, geschat hebben. Bovendien zullen we de resultaten van dit model ook nog vergelijken met de resultaten van de andere berekeningsmodellen.

De volgende hypothese die getest wordt, hypothese 5, behandelt de invloed van de auditor van een onderneming op het niveau van earnings management. We maken hier het onderscheid tussen ondernemingen die gecontroleerd worden door een Big 4-auditor en ondernemingen die gecontroleerd worden door een andere auditor. Zoals we reeds zagen in hoofdstuk 4, zijn er slechts 12 ondernemingen in de populatie die gecontroleerd worden door een Big 4-auditor. Omdat de variabele "Auditor" een dummy-variabele is, kijken we naar de gemiddeldes van de twee verschillende groepen en naar de enkelvoudige lineaire regressie met "Auditor" als onafhankelijke variabele. Tabel 11 bevat alle resultaten in verband met deze variabele, zowel op basis van dit model als op basis van de andere modellen.

We zien dat het gemiddelde niveau van earnings management voor ondernemingen met een Big 4-auditor positief is (0.0146816). Voor ondernemingen die gecontroleerd worden door een andere auditor, is het gemiddelde licht negatief (-0.0045174). De coëfficiënt van "Auditor" in de enkelvoudige lineaire regressie is bijgevolg gelijk aan 0.0191989. Deze coëfficiënt heeft een P-waarde van 0.101 en is dus net niet significant verschillend van 0 op het 10%-significantieniveau. Deze resultaten geven aan dat ondernemingen met een Big 4-auditor meer aan opwaarts earnings management doen al kan dit net niet statistisch aangetoond worden.

Wanneer we kijken naar de absolute waarden van de schattingen van de discretionaire accruals, zien we dat de gemiddelde niveaus van earnings management van de twee groepen erg dicht bij mekaar liggen. Ondernemingen zonder Big 4-auditor halen een gemiddelde van 0.0282199, terwijl de andere ondernemingen een iets lager gemiddelde halen (0.0272392). De coëfficiënt bij de variabele "Auditor" is licht negatief (-0.0009807), maar is duidelijk niet significant verschillend van 0. Op basis van deze resultaten kunnen we zeggen dat de auditor die een onderneming controleert, geen invloed heeft op het niveau van earnings management in het jaar na de IPO, maar ook hier komen we later nog op terug.

Ook de boekhoudstandaarden die een onderneming volgt, kunnen een invloed hebben op het niveau van earnings management. Daarom hebben we hypothese 6 opgesteld. De variabele "Boekhoudstandaarden" is eveneens een dummy-variabele waardoor we op dezelfde manier te werk gaan als bij de analyse van de variabele "Auditor". De resultaten in verband met deze hypothese zijn op het einde van dit hoofdstuk terug te vinden in Tabel 12.

Ondernemingen die de IAS/IFRS-boekhoudstandaarden volgen, hebben een gemiddeld niveau van earnings management van 0.0019016. Ondernemingen die de lokale GAAP-boekhoudstandaarden volgen, halen een gemiddelde van -0.0009507. Bij beide groepen kunnen we bijgevolg zeggen dat er zowel aan neerwaarts als opwaarts earnings management gedaan wordt, aangezien de gemiddeldes erg dicht bij 0 liggen. De coëfficiënt

bij de variabele "Boekhoudstandaarden" (0.0028524) in de enkelvoudige lineaire regressie is bijgevolg ook niet significant verschillend van 0.

Vervolgens kijken we naar de resultaten van de analyse met de absolute waarden van het niveau van earnings management als afhankelijke variabele. Ondernemingen die met IAS/IFRS werken, halen dan een gemiddelde van 0.03199666, terwijl het gemiddelde van de andere ondernemingen iets lager ligt (0.0262004). De coëfficiënt bij "Boekhoudstandaarden" in de enkelvoudige lineaire regressie is bijgevolg positief en gelijk aan 0.0053661. Ook deze coëfficiënt is niet statistisch significant verschillend van 0. Het positieve teken toont echter aan dat ondernemingen die de IAS/IFRS-boekhoudstandaarden volgen in deze populatie iets meer aan earnings management doen dan de andere ondernemingen. Dit resultaat is contrasterend met wat we vooropgesteld hadden in hypothese 6, maar doordat de coëfficiënt niet significant verschillend is van 0 is er nog geen bewijs voorhanden van de invloed van de boekhoudstandaarden die de onderneming volgt op het niveau van earnings management.

De laatste hypothese die getest wordt, gaat over de invloed van de schuldgraad van een onderneming op het niveau van earnings management. Hiervoor werd de continue variabele "Schuldgraad" gegenereerd. Omdat het geen dummy-variabele is, kunnen we hier dus enkel werken met enkelvoudige lineaire regressies. De resultaten van deze regressies vinden we terug in Tabel 13. De coëfficiënt bij "Schuldgraad" in de regressie met de normale waarden van de schattingen is gelijk aan -0.0090556. Deze coëfficiënt is erg klein en duidelijk niet significant verschillend van 0.

Daarnaast kijken we naar de coëfficiënt bij "Schuldgraad" in de enkelvoudige lineaire regressie met de absolute waarden van de discretionaire accruals als afhankelijke variabele. Deze coëfficiënt is gelijk aan 0.012961. Ook deze is echter niet statistisch significant verschillend van 0. Het positieve teken toont aan dat hoe hoger de schuldgraad van een onderneming is, hoe hoger het niveau van earnings management zou zijn. Dit resultaat is in strijd met de hypothese die we opgesteld hadden. We verwachtten immers dat hoe hoger de schuldgraad van een onderneming was, hoe minder ze aan earnings management zouden doen. Het feit dat de positieve coëfficiënt insignificant is, laat ons echter niet toe om een conclusie te trekken over de relatie tussen de schuldgraad en het niveau van earnings management van een onderneming.

Tot slot nemen we al deze variabelen en de variabele "Voorspelling" gelijktijdig op in een laatste meervoudige lineaire regressie. Zo kunnen we de werkelijke invloed van een bepaalde factor ontdekken, rekening houdend met de andere factoren die mogelijk een rol spelen bij de mate van earnings management. De eerste meervoudige regressie die we schatten heeft de normale waarden van de schattingen van de discretionaire accruals als afhankelijke variabele. De resultaten zijn als volgt:

$$DA_{it} = 0.0087269(\text{Voorspelling}) + 0.0021374(\text{Grootte}) + 0.0206402(\text{Auditor}) - 0.0041497(\text{Boekhoudstandaarden}) - 0.0152312(\text{Schuldgraad}) - 0.0374119$$

Geen enkele van deze coëfficiënten is significant verschillend van 0. We kunnen dus voor geen enkele variabele met zekerheid zeggen of ze zorgt voor meer opwaarts of neerwaarts earnings management. Om de invloed van de variabelen op het niveau van earnings management na te gaan, maken we gebruik van de absolute waarden van de schattingen van de discretionaire accruals als afhankelijke variabele. De meervoudige regressie wordt dan als volgt geschat:

$$ABS(DA)_{it} = - 0.0078291(\text{Voorspelling}) - 0.0041832(\text{Grootte}) - 0.0014095(\text{Auditor}) + 0.0116055(\text{Boekhoudstandaarden}) + 0.016215(\text{Schuldgraad}) + 0.0925429$$

Enkel de coëfficiënt bij de variabele "Grootte" is significant verschillend van 0. Hoe groter een onderneming, hoe lager het niveau van earnings management, rekening houdend met de andere factoren. Dit resultaat zorgt er voor dat we op basis van dit berekeningsmodel hypothese 4 wel degelijk kunnen aanvaarden op het 10%-significantieniveau. De andere coëfficiënten in deze meervoudige regressie zijn niet significant verschillend van 0 en enkel het teken van de coëfficiënt bij "Auditor" volgt de vooropgestelde richting. Ook na het opnemen van extra variabelen, zien we een negatieve coëfficiënt bij de variabele "Voorspelling". Net als in hoofdstuk 5 is deze coëfficiënt echter insignificant. Hypotheses 1, 5, 6 en 7 kunnen we dus niet aanvaarden op basis van de resultaten van dit model. Deze resultaten, die we ook kunnen terugvinden in Tabel 14 en Tabel 15 op het einde van dit hoofdstuk, gaan we uiteraard vergelijken met de resultaten van de andere berekeningsmodellen om definitieve conclusies te trekken over de hypothesen. De variabele "Boekhoudstandaarden" wordt in deze tabel weergegeven met de afkorting "BH-standaarden".

7.2 Cormier & Martinez – enk.

Dezelfde analyse voeren we uit met de discretionaire accruals die geschat zijn volgens het model van Cormier en Martinez, maar waar er enkel gebruik gemaakt is van de enkelvoudige gegevens van alle ondernemingen in de populatie. Zoals reeds aangehaald, kan een manager vaak immers vooral de winsten van de moederonderneming sturen, waardoor het eveneens nuttig is om enkel naar deze gegevens te kijken. We gaan op dezelfde manier te werk als in de vorige sectie.

Eerst onderzoeken we de enkelvoudige lineaire regressies met de variabele "Grootte" als onafhankelijke variabele. Wanneer we met de normale waarden van de schattingen van de

discretionaire accruals werken, zien we dat de coëfficiënt bij "Grootte" (0.0017083) erg klein is en niet statistisch significant verschillend is van 0. De grootte van een onderneming heeft dus geen invloed op het feit of de onderneming haar winsten opwaarts dan wel neerwaarts stuurt. In de enkelvoudige regressie met de absolute waarden van de discretionaire accruals als afhankelijke variabele, is de coëfficiënt bij "Grootte" negatief (-0.0026762). Zoals we in Tabel 10 kunnen zien, is deze coëfficiënt eveneens niet significant verschillend van 0 waardoor we hypothese 4 nog niet statistisch kunnen aanvaarden. Het teken van de coëfficiënt wijst er echter wel op dat de richting van de relatie in hypothese 4 de juiste richting was. Mogelijk wordt deze coëfficiënt significant bij een latere regressie, net als in sectie 1.

Vervolgens gaan we hypothese 5 testen in verband met de invloed van de auditor op het niveau van earnings management. Het gemiddelde niveau van earnings management voor ondernemingen die gecontroleerd worden door een Big 4-auditor is gelijk aan 0.0139307 terwijl het voor ondernemingen die niet gecontroleerd worden door een Big 4-auditor gelijk is aan -0.0042863. De positieve coëfficiënt (0.0173504) in de enkelvoudige lineaire regressie is niet significant verschillend van 0. Deze resultaten wijzen erop dat ondernemingen die gecontroleerd worden door een Big 4-auditor meer aan opwaarts earnings management doen en andere ondernemingen iets meer aan neerwaarts earnings management.

Wanneer we kijken naar de absolute waarden van de geschatte discretionaire accruals, zien we dat het gemiddelde niveau van earnings management voor de ondernemingen die gecontroleerd worden door een Big 4-auditor gelijk is aan 0.0489965. Het gemiddelde niveau voor de andere ondernemingen ligt lager en is gelijk aan 0.0266245. De coëfficiënt bij "Auditor" is bijgevolg positief en gelijk aan 0.022372. Deze coëfficiënt heeft een P-waarde van 0.104 en is dus net niet significant verschillend van 0. Dit resultaat, ook terug te vinden in Tabel 11, wijst er echter op dat, op basis van de enkelvoudige gegevens, ondernemingen met een Big 4-auditor meer aan earnings management doen dan ondernemingen met een andere auditor. Dit resultaat is contrasterend met wat we vooropstelden in hypothese 5 waardoor we ook op basis van dit berekeningsmodel hypothese 5 nog niet kunnen aanvaarden.

Voor hypothese 6 gaan we opnieuw op dezelfde manier te werk. De gemiddelde niveaus van de twee verschillende groepen, ondernemingen die de IAS/IFRS-boekhoudstandaarden volgen en ondernemingen die de lokale GAAP-boekhoudstandaarden volgen, liggen dicht bij mekaar. Voor de eerste groep is het gemiddelde licht negatief (-0.004329) terwijl het gemiddelde voor de tweede groep licht positief is (0.0021645). De coëfficiënt bij "Boekhoudstandaarden" in de enkelvoudige regressie is bijgevolg licht negatief en gelijk aan -0.0064935. Deze coëfficiënt is echter niet statistisch significant verschillend van 0. Tussen

de twee groepen zijn de verschillen dus klein wat opwaarts en neerwaarts earnings management betreft.

Wanneer we in Tabel 12 vervolgens kijken naar de absolute waarden van de schattingen van de discretionaire accruals, zien we dat het verschil tussen de twee groepen opnieuw klein is. Het gemiddelde niveau van earnings management voor ondernemingen die de IAS/IFRS-boekhoudstandaarden volgen, is gelijk aan 0.032148 terwijl dit gemiddelde niveau voor de andere ondernemingen gelijk is aan 0.0317587. De coëfficiënt in de enkelvoudige lineaire regressie is bijgevolg gelijk aan 0.0003893. Dit getal is erg klein en niet statistisch significant verschillend van 0. Net als in de vorige sectie kunnen we de zesde hypothese niet aanvaarden op basis van de geschatte resultaten.

Wat de hypothese omtrent de schuldgraad betreft, kunnen we opnieuw enkel kijken naar de enkelvoudige lineaire regressies. Wanneer we werken met de normale schattingen van de discretionaire accruals als afhankelijke variabele, zien we in Tabel 13 dat de variabele "Schuldgraad" een positieve coëfficiënt heeft die gelijk is aan 0.0188438. Deze coëfficiënt is met een P-waarde van 0.001 statistisch verschillend van 0. Ondernemingen met een hogere schuldgraad, doen duidelijk meer aan opwaarts earnings management. Ook de coëfficiënt bij "Schuldgraad" (0.0165075) in de tweede enkelvoudige regressie, met de absolute waarden van de accruals als afhankelijke variabele, is statistisch significant verschillend van 0. Het niveau van earnings management ligt duidelijk hoger voor ondernemingen met een hogere schuldgraad dan voor ondernemingen met een lagere schuldgraad. Hypothese 7 kunnen we op basis van deze resultaten dus niet aanvaarden, aangezien de relatie hier omgekeerd is.

Tot slot schatten we ook hier de meervoudige lineaire regressie waarin al de voorgaande variabelen en de variabele "Voorspelling" opgenomen zijn. Dit leidt tot de volgende resultaten, die ook terug te vinden zijn in Tabel 14:

$$DA_{it} = 0.0264236(\text{Voorspelling}) + 0.0096762(\text{Grootte}) + 0.000203(\text{Auditor}) - 0.0019172(\text{Boekhoudstandaarden}) + 0.0222876(\text{Schuldgraad}) - 0.1893389$$

De coëfficiënten bij de variabelen "Grootte" en "Schuldgraad" zijn statistisch significant op het 10%-significantieniveau. Beide variabelen hebben een positieve coëfficiënt wat aangeeft dat hoe groter een onderneming is en hoe meer schulden de onderneming heeft, hoe meer ze hun winst opwaarts zullen sturen. We schatten ook de meervoudige regressie met de absolute waarden van de discretionaire accruals als afhankelijke variabele:

$$ABS(DA)_{it} = - 0.0170504(\text{Voorspelling}) - 0.0053718(\text{Grootte}) + 0.0147801(\text{Auditor}) + 0.00423(\text{Boekhoudstandaarden}) + 0.0138082(\text{Schuldgraad}) + 0.1199603$$

De coëfficiënt bij de variabele "Schuldgraad" is de enige coëfficiënt die statistisch significant is. Een hogere schuldgraad leidt tot meer earnings management. Dit is in strijd met de

hypothese die we hieromtrent opgesteld hadden. In Tabel 15 zien we dat de coëfficiënt bij "Voorspelling" opnieuw negatief en insignificant is. De resultaten uit hoofdstuk 5 worden dus opnieuw bevestigd. In tegenstelling tot wat we in de vorige sectie vonden, is de negatieve coëfficiënt bij "Grootte" met een P-waarde van 0.182 niet significant verschillend van 0. Het minteken bij deze coëfficiënt wijst er echter nog wel op dat de hypothese in de juiste richting opgesteld was, maar bij deze berekening kunnen we hypothese 4 niet aanvaarden. De andere hypothesen kunnen we op basis van dit model eveneens niet aanvaarden. De resultaten die we gevonden hebben aan de hand van het model van Cormier en Martinez gaan we in de volgende secties vergelijken met de resultaten die we vinden aan de hand van het model van DeAngelo.

7.3 DeAngelo – gec.

In deze sectie bespreken we de vier hypothesen die in dit hoofdstuk getest worden aan de hand van de resultaten van het model van DeAngelo waarbij we gebruik maken van de geconsolideerde gegevens indien een onderneming een geconsolideerde jaarrekening bekend gemaakt heeft. Voor de andere ondernemingen werken we met de enkelvoudige gegevens. Uiteraard volgen we voor de bespreking van de resultaten van dit model dezelfde volgorde als in de vorige twee secties. Eerst bespreken we de resultaten van de enkelvoudige lineaire regressies. Vervolgens gaan we over tot de analyse van de meervoudige lineaire regressies. Net als in de vorige twee hoofdstukken merken we op dat we bij het model van DeAngelo niet werken met de volledige populatie van 51 ondernemingen. 8 ondernemingen worden hier uit de populatie verwijderd omdat er voor hen onvoldoende gegevens verzameld konden worden.

Beginnen doen we dus door te kijken naar de enkelvoudige lineaire regressies met de variabele "Grootte" als onafhankelijke variabele. Bij de gewone schattingen van de discretionaire accruals als afhankelijke variabele, zien we dat de coëfficiënt bij "Grootte" licht negatief is (-0.0015088). Deze coëfficiënt is niet significant verschillend van 0 wat betekent dat de grootte van een onderneming volgens dit model geen invloed heeft op de richting van het earnings management. Wanneer we de absolute waarden van de schattingen van de discretionaire accruals als afhankelijke variabele gebruiken, zien we in Tabel 10 dat de variabele "Grootte" opnieuw een negatieve coëfficiënt (-0.0006593) krijgt, maar net als in de vorige twee secties is deze coëfficiënt insignificant. Mogelijk wordt deze coëfficiënt wel significant wanneer we andere variabelen aan de regressie toevoegen.

Vervolgens onderzoeken we de invloed van de auditor op het niveau van earnings management op basis van dit model. We zien in Tabel 11 dat het gemiddelde niveau van earnings management voor ondernemingen die gecontroleerd worden door een Big 4-auditor

gelijk is aan 0.0215355, terwijl dit voor andere ondernemingen gelijk is aan 0.0039224. Ondernemingen die gecontroleerd worden door een Big 4-auditor doen volgens dit model dus meer aan opwaarts earnings management terwijl de andere ondernemingen ongeveer evenveel aan opwaartse als neerwaartse winststuring doen. Hun gemiddelde ligt immers erg dicht rond 0. De coëfficiënt bij "Auditor" is bijgevolg gelijk aan 0.017613. Met een P-waarde van 0.406 is deze echter niet significant verschillend van 0.

Wanneer we kijken naar de absolute waarden van de discretionaire accruals, zien we dat het gemiddelde van de ondernemingen die gecontroleerd worden door een Big 4-auditor gelijk is aan 0.0605659. Het gemiddelde van de ondernemingen die niet gecontroleerd worden door een Big 4-auditor ligt lager en is gelijk aan 0.0318019. De coëfficiënt bij "Auditor" in de enkelvoudige lineaire regressie is bijgevolg positief (0.028764) en met een P-waarde van 0.067 significant verschillend van 0. Op basis van de resultaten van dit model kunnen we voorlopig besluiten dat ondernemingen die gecontroleerd worden door een Big 4-auditor hun winst meer sturen dan de andere ondernemingen. Dit is in strijd met wat we in hypothese 5 vooropstelden. We zullen later zien of dit resultaat bevestigd wordt in de meervoudige lineaire regressie.

Daarnaast deelden we de populatie op in twee groepen volgens de boekhoudstandaarden die de ondernemingen volgen. We zien in Tabel 12 dat ondernemingen die de internationale IAS/IFRS-boekhoudstandaarden volgen, een gemiddeld niveau van earnings management halen van -0.0069726, terwijl dit gemiddelde voor de andere ondernemingen gelijk is aan 0.0160494. De coëfficiënt bij "Boekhoudstandaarden" in de enkelvoudige lineaire regressie is bijgevolg negatief (-0.023022), maar niet significant verschillend van 0. In deze populatie doen ondernemingen die de lokale GAAP-standaarden volgen dus meer aan opwaarts earnings management dan de ondernemingen die de IAS/IFRS-boekhoudstandaarden volgen.

Ook hier kijken we naar de absolute waarden van het niveau van earnings management. Het gemiddelde niveau ligt hier hoger voor ondernemingen die de internationale boekhoudstandaarden volgen dan voor de andere ondernemingen. De variabele "Boekhoudstandaarden" krijgt bijgevolg een positieve coëfficiënt (0.0110783) in de enkelvoudige lineaire regressie. Deze coëfficiënt is echter niet statistisch significant verschillend van 0. Het positieve teken is in strijd met wat we in hypothese 6 vooropstelden, maar doordat de coëfficiënt niet significant verschillend is van 0, kunnen we nog geen conclusie trekken over de invloed van de boekhoudstandaarden die de onderneming volgt op het niveau van earnings management.

Vervolgens voeren we twee enkelvoudige lineaire regressies uit met de variabele "Schuldgraad" als onafhankelijke variabele. De resultaten hiervan zijn terug te vinden in Tabel 13. Wanneer de normale schattingen van de discretionaire accruals gebruikt worden

als afhankelijke veranderlijke, is de coëfficiënt bij "Schuldgraad" licht negatief (-0.0098472), maar niet significant verschillend van 0. Vervolgens werken we met de absolute waarden van de schattingen van de discretionaire accruals als onafhankelijke variabele. De coëfficiënt bij "Schuldgraad" is dan opnieuw negatief (-0.0305634), maar met een P-waarde van 0.298 is deze coëfficiënt eveneens niet significant verschillend van 0. In tegenstelling tot in de vorige twee secties, ligt het teken van de coëfficiënt wel in de lijn van de opgestelde hypothese, maar het is nog niet mogelijk om conclusies te trekken over de invloed van de schuldgraad op het niveau van earnings management.

Om op basis van dit model definitieve conclusies te kunnen trekken over de vier hypothesen die in dit hoofdstuk getest worden, voegen we net als in de vorige secties alle variabelen toe aan één meervoudige lineaire regressie. Voor de meervoudige regressie met de normale schattingen van de discretionaire accruals als afhankelijke veranderlijke, bekomen we dan de volgende resultaten:

$$DA_{it} = - 0.0204183(\text{Voorspelling}) + 0.0006255(\text{Grootte}) + 0.0295499(\text{Auditor}) - 0.0518696(\text{Boekhoudstandaarden}) - 0.0069549(\text{Schuldgraad}) + 0.0241475$$

Geen enkele van deze onafhankelijke variabelen heeft een coëfficiënt die significant verschillend is van 0. De belangrijkste vergelijking heeft echter de absolute waarden van de discretionaire accruals als afhankelijke variabele. Deze meervoudige regressie wordt als volgt geschat:

$$ABS(DA)_{it} = - 0.0256175(\text{Voorspelling}) - 0.0111526(\text{Grootte}) + 0.0387706(\text{Auditor}) + 0.0061679(\text{Boekhoudstandaarden}) - 0.0109144(\text{Schuldgraad}) + 0.2380335$$

De coëfficiënten bij "Grootte" en "Auditor" zijn significant verschillend van 0. Op basis van deze resultaten kunnen we de vierde hypothese in verband met de negatieve invloed van de grootte van een onderneming op het niveau van earnings management aanvaarden. De coëfficiënt bij "Auditor" is eveneens significant, maar het teken van deze coëfficiënt ligt niet in de lijn van wat we in hypothese 5 vooropgesteld hadden. Hypothese 5 kunnen we dus niet aanvaarden op basis van deze resultaten. De andere hypothesen kunnen we eveneens niet aanvaarden door het feit dat de coëfficiënten bij de andere variabelen insignificant zijn. Ook hypothese 1 kunnen we op basis van dit model niet aanvaarden. De negatieve coëfficiënt bij "Voorspelling" wijst opnieuw meer op een negatieve relatie tussen het opnemen van winstvoorspellingen en het niveau van earnings management in plaats van de in de hypothese vooropgestelde positieve relatie, maar ook deze coëfficiënt is niet significant verschillend van 0.

7.4 DeAngelo – enk.

In deze sectie bespreken we de laatste manier waarop we de vier hypothesen, opgesomd in sectie 7.1, getest hebben. We hebben nu gebruik gemaakt van het model van DeAngelo, op basis van alleen enkelvoudige gegevens van alle ondernemingen in de populatie.

Uiteraard kijken we ook hier eerst naar de invloed van de grootte van een onderneming op het niveau van earnings management. De resultaten hiervan zijn terug te vinden in Tabel 10. In de enkelvoudige lineaire regressie met de gewone schattingen van de discretionaire accruals als afhankelijke variabele is de coëfficiënt bij "Grootte" licht negatief (-0.0022128) en duidelijk niet significant verschillend van 0. De grootte van een onderneming heeft dus geen invloed op het feit of een onderneming opwaarts of neerwaarts earnings management toepast. In de enkelvoudige regressie met de absolute waarden van de schattingen als afhankelijke variabele is de coëfficiënt eveneens negatief (-0.0048042). Met een P-waarde van 0.205 is deze coëfficiënt nog steeds niet significant verschillend van 0, maar in de vorige secties hebben we gezien dat deze coëfficiënt wel significant kan worden wanneer meerdere variabelen toegevoegd worden aan de regressie. Over hypothese 4 kunnen we hier dus nog geen uitspraak doen.

Wanneer we kijken naar de invloed van de auditor op het niveau van earnings management, kunnen we stellen dat de resultaten in deze sectie vergelijkbaar zijn met de resultaten in de vorige sectie. Zowel de ondernemingen gecontroleerd door een Big 4-auditor als de andere ondernemingen hebben een positief gemiddeld niveau van earnings management. Dit niveau ligt nog iets hoger bij ondernemingen die door een Big 4-auditor gecontroleerd worden. De coëfficiënt bij "Auditor" is bijgevolg positief (0.0131501), maar niet significant verschillend van 0. Op basis van de resultaten van dit model kunnen we besluiten dat alle ondernemingen gemiddeld meer aan opwaarts earnings management doen. Ook wanneer we werken met de absolute waarden van de schattingen van de discretionaire accruals, zien we in Tabel 11 gelijkaardige resultaten als in de vorige sectie. Het enige verschil is dat de positieve coëfficiënt bij "Auditor" (0.012971) nu niet statistisch significant verschillend is van 0. We kunnen op basis van deze resultaten bijgevolg nog geen oordeel vellen over hypothese 5.

Vervolgens kijken we in Tabel 12 naar de invloed van de boekhoudstandaarden die een onderneming volgt op het niveau van earnings management. We zien dat er amper verschil zit tussen de groepen als we naar de gewone gemiddelde niveaus van earnings management kijken. Beide groepen hebben een gemiddelde rond 0.019. De coëfficiënt bij de variabele "Boekhoudstandaarden" in de enkelvoudige lineaire regressie is bijgevolg erg klein (0.0004989).

Wanneer we kijken naar de absolute waarden van de schattingen van de discretionaire accruals, zien we dat het gemiddelde niveau van earnings management voor de

ondernemingen, die de IAS/IFRS-boekhoudstandaarden volgen, gelijk is aan 0.0312985. Het gemiddelde niveau van earnings management voor de ondernemingen, die de lokale GAAP-boekhoudstandaarden volgen, is gelijk aan 0.0343718. De coëfficiënt bij "Boekhoudstandaarden" in de enkelvoudige lineaire regressie is bijgevolg licht negatief (-0.0030732). Dit negatieve teken ligt in de lijn van wat we in hypothese 6 vooropstelden, maar de coëfficiënt is niet significant verschillend van 0. Daardoor kunnen we de zesde hypothese niet aanvaarden op basis van deze resultaten.

Om de invloed van de schuldgraad van een onderneming op het niveau van earnings management te bepalen, voeren we nog twee enkelvoudige lineaire regressies uit met "Schuldgraad" als onafhankelijke variabele. Wanneer we gebruik maken van de gewone schattingen van de discretionaire accruals als afhankelijke veranderlijke, zien we in Tabel 13 dat de coëfficiënt bij "Schuldgraad" gelijk is aan -0.0487157. Deze coëfficiënt is significant verschillend van 0 wat betekent dat ondernemingen met een hogere schuldgraad hun winst meer neerwaarts zullen sturen. In de enkelvoudige regressie met de absolute waarden van de accruals als afhankelijke variabele, is de coëfficiënt bij "Schuldgraad" licht positief, maar niet significant verschillend van 0. Hypothese 7 kan op basis van deze resultaten dus nog niet aanvaard worden.

Tot slot gaan we ook hier de variabelen samenbrengen om de werkelijke invloed ervan te kunnen inschatten, rekening houdend met de andere factoren die meespelen. Dit leidt tot de volgende resultaten, die we ook in Tabel 14 kunnen terugvinden:

$$DA_{it} = 0.0066154(\text{Voorspelling}) - 0.0095757(\text{Grootte}) + 0.0132412(\text{Auditor}) + 0.0037707(\text{Boekhoudstandaarden}) - 0.0775259(\text{Schuldgraad}) + 0.2003239$$

Enkel de coëfficiënt bij "Schuldgraad" is significant verschillend van 0. We zagen ook al bij de enkelvoudige regressies dat ondernemingen met een hogere schuldgraad meer aan neerwaarts earnings management doen en dat resultaat wordt hier nu bevestigd. Er werd ook een meervoudige regressie uitgevoerd met de absolute waarden van de discretionaire accruals als afhankelijke variabele. De resultaten van deze meervoudige regressie zien we in volgende vergelijking:

$$ABS(DA)_{it} = 0.0043936(\text{Voorspelling}) - 0.0105981(\text{Grootte}) + 0.0276443(\text{Auditor}) + 0.0162195(\text{Boekhoudstandaarden}) - 0.0086868(\text{Schuldgraad}) + 0.1998562$$

In Tabel 15 zien we dat enkel de negatieve coëfficiënt bij de variabele "Grootte" significant verschillend van 0 is op het 10%-significantieniveau. Hypothese 4 kunnen we dus ook op basis van deze berekeningswijze aanvaarden. De andere coëfficiënten zijn niet significant verschillend van 0 wat betekent dat we de betreffende hypothesen niet kunnen aanvaarden. De coëfficiënt bij de variabele "Voorspelling" heeft nu wel het teken dat we verwachtten bij

het opstellen van hypothese 1, maar is opnieuw niet significant verschillend van 0. Ook na het toevoegen van extra veranderlijken kan hypothese 1 dus niet aanvaard worden.

Van de vier opgestelde hypothesen die in dit hoofdstuk getest worden, kunnen we enkel hypothese 4 aanvaarden. Earnings management blijkt inderdaad lager te zijn bij grotere ondernemingen dan bij kleinere ondernemingen. Voor de andere hypothesen wordt geen statistisch bewijs gevonden.

Tabel 10: Resultaten hypothese 4

Resultaten hypothese 4		Lineaire regressies
		Coëfficiënt "Grootte"
C&M-gec.	Waarde (normaal)	0.002209
	P-waarde	0.398
	Waarde (absoluut)	-0.001445
	P-waarde	0.359
C&M-enk.	Waarde (normaal)	0.0017083
	P-waarde	0.659
	Waarde (absoluut)	-0.0026762
	P-waarde	0.381
DeA-gec.	Waarde (normaal)	-0.0015088
	P-waarde	0.758
	Waarde (absoluut)	-0.0006593
	P-waarde	0.858
DeA-enk.	Waarde (normaal)	-0.0022128
	P-waarde	0.630
	Waarde (absoluut)	-0.0048042
	P-waarde	0.205

Bron: Eigen opstelling

Tabel 11: Resultaten hypothese 5

Resultaten hypothese 5		Gemiddelde discretionaire accruals		
		Big 4-auditor	Geen Big 4-auditor	Coëfficiënt "Auditor"
C&M- gec.	Waarde (normaal)	0.0146816	-0.0045174	0.0191989
	P-waarde			0.101
	Waarde (absoluut)	0.0272392	0.0282199	-0.0009807
	P-waarde			0.891
C&M- enk.	Waarde (normaal)	0.0139307	-0.0042863	0.018217
	P-waarde			0.299
	Waarde (absoluut)	0.0489965	0.0266245	0.022372
	P-waarde			0.104
DeA- gec.	Waarde (normaal)	0.0215355	0.0039224	0.017613
	P-waarde			0.406
	Waarde (absoluut)	0.0605659	0.0318019	0.028764
	P-waarde			0.067
DeA- enk.	Waarde (normaal)	0.0301459	0.0169958	0.0131501
	P-waarde			0.507
	Waarde (absoluut)	0.0438374	0.0308664	0.012971
	P-waarde			0.432

Bron: Eigen opstelling

Tabel 12: Resultaten hypothese 6

Resultaten hypothese 6		Gemiddelde discretionaire accruals		
		IAS/IFRS	Local GAAP	Coëfficiënt "Boekhoudstandaarden"
C&M- gec.	Waarde (normaal)	0.0019016	-0.0009507	0.0028524
	P-waarde			0.789
	Waarde (absoluut)	0.0319666	0.0262004	0.0053661
	P-waarde			0.403
C&M- enk.	Waarde (normaal)	-0.004329	0.0021645	-0.0064935
	P-waarde			0.682
	Waarde (absoluut)	0.032148	0.0317587	0.0003893
	P-waarde			0.975
DeA- gec.	Waarde (normaal)	-0.0069726	0.0160494	-0.023022
	P-waarde			0.218
	Waarde (absoluut)	0.045705	0.0346267	0.0110783
	P-waarde			0.433
DeA- enk.	Waarde (normaal)	0.0199024	0.0194035	0.0004989
	P-waarde			0.977
	Waarde (absoluut)	0.0312985	0.0343718	-0.0030732
	P-waarde			0.828

Bron: Eigen opstelling

Tabel 13: Resultaten hypothese 7

Resultaten hypothese 7		Lineaire regressies
		Coëfficiënt "Schuldgraad"
C&M-gec.	Waarde (normaal)	-0.0090556
	P-waarde	0.644
	Waarde (absoluut)	0.012961
	P-waarde	0.270
C&M-enk.	Waarde (normaal)	0.0188438
	P-waarde	0.001
	Waarde (absoluut)	0.0165075
	P-waarde	0.000
DeA-gec.	Waarde (normaal)	-0.0098472
	P-waarde	0.802
	Waarde (absoluut)	-0.0305634
	P-waarde	0.298
DeA-enk.	Waarde (normaal)	-0.0487157
	P-waarde	0.094
	Waarde (absoluut)	0.0023874
	P-waarde	0.923

Bron: Eigen opstelling

Tabel 14: Gezamenlijke resultaten met DA_{it} als afhankelijke variabele

Gezamenlijke resultaten Afhankelijke variabele: DA_{it}		Lineaire regressies			
		C&M-gec.	C&M-enk.	DeA-gec.	DeA-enk.
Constante	Coëfficiënt	-.0374119	-.1893389	0.0241475	0.2003239
	P-waarde	0.582	0.044	0.853	0.097
Voorspelling	Coëfficiënt	0.0087269	0.0264236	-.0204183	0.0066154
	P-waarde	0.617	0.208	0.517	0.796
Grootte	Coëfficiënt	0.0021374	0.0096762	0.0006255	-.0095757
	P-waarde	0.577	0.066	0.935	0.165
Auditor	Coëfficiënt	0.0206402	0.000203	0.0295499	0.0132412
	P-waarde	0.130	0.991	0.247	0.554
BH-standaarden	Coëfficiënt	-.0041497	-.0019172	-.0518696	0.0037707
	P-waarde	0.803	0.932	0.110	0.887
Schuldgraad	Coëfficiënt	-.0152312	0.0222876	-.0069549	-.0775259
	P-waarde	0.504	0.001	0.870	0.039

Bron: Eigen opstelling

Tabel 15: Gezamenlijke resultaten met $ABS(DA)_{it}$ als afhankelijke variabele

Gezamenlijke resultaten Afhankelijke variabele: $ABS(DA)_{it}$		Lineaire regressies			
		C&M-gec.	C&M-enk.	DeA-gec.	DeA-enk.
Constance	Coëfficiënt	0.0925429	0.1199603	0.2380335	0.1998562
	P-waarde	0.024	0.095	0.014	0.052
Voorspelling	Coëfficiënt	-.0078291	-.0170504	-.0256175	0.0043936
	P-waarde	0.446	0.291	0.255	0.839
Grootte	Coëfficiënt	-.0041832	-.0053718	-.0111526	-.0105981
	P-waarde	0.068	0.182	0.048	0.072
Auditor	Coëfficiënt	-.0014095	0.0147801	0.0387706	0.0276443
	P-waarde	0.859	0.300	0.036	0.150
BH-standaarden	Coëfficiënt	0.0116055	0.00423	0.0061679	0.0162195
	P-waarde	0.238	0.807	0.786	0.471
Schuldgraad	Coëfficiënt	0.016215	0.0138082	-.0109144	-.0086868
	P-waarde	0.228	0.005	0.717	0.779

Bron: Eigen opstelling

Hoofdstuk 8: Discussie

In dit hoofdstuk wordt er met een kritische blik teruggekeken op het empirisch onderzoek van deze masterproef. In de eerste sectie worden de conclusies getrokken over de verschillende hypotheses. Hiervoor worden uiteraard de resultaten, die in de vorige hoofdstukken besproken zijn, gebruikt. In de tweede sectie worden de problemen besproken die naar voor gekomen zijn in het onderzoek en worden er op basis van de bevindingen richtlijnen gegeven aan verschillende partijen zoals andere onderzoekers, beleidsmakers en ondernemingen.

8.1 Conclusies

In deze sectie worden dus de conclusies getrokken over de verschillende hypotheses. Voor we dit doen, worden de zeven hypotheses nog eens herhaald.

Hypothese 1: Ondernemingen die vrijwillige winstvoorspellingen bekendmaken in hun IPO-prospectus zijn meer geneigd om hun winsten te sturen in het jaar na hun beursgang dan ondernemingen die geen winstvoorspellingen bekendmaken.

Hypothese 2: Als de winsten in het jaar na de Initial Public Offering hoger liggen dan voorspeld in het prospectus, zullen accruals aangewend worden die de gerapporteerde winst doen dalen.

Hypothese 3: Als de winsten in het jaar na de Initial Public Offering lager liggen dan voorspeld in het prospectus, zullen accruals aangewend worden die de gerapporteerde winst doen stijgen.

Hypothese 4: Earnings management in het jaar na de Initial Public Offering ligt lager bij grotere ondernemingen dan bij kleinere ondernemingen.

Hypothese 5: Earnings management in het jaar na de Initial Public Offering ligt lager bij ondernemingen die een Big 4-auditor hebben dan bij ondernemingen die geen Big 4-auditor hebben.

Hypothese 6: Earnings management in het jaar na de Initial Public Offering ligt lager bij ondernemingen die de IAS/IFRS-boekhoudstandaarden volgen dan bij ondernemingen die de lokale boekhoudstandaarden volgen.

Hypothese 7: Earnings management in het jaar na de Initial Public Offering ligt lager bij ondernemingen met een hogere schuldgraad dan bij ondernemingen met een lagere schuldgraad.

In hoofdstuk 5 hebben we de eerste hypothese getest op vier verschillende manieren. Al deze manieren zorgden echter voor insignificante resultaten, zoals we in Tabel 8 in hoofdstuk 5 nog eens samengevat zien. Bijgevolg moeten we besluiten dat hypothese 1 niet aanvaard kan worden op basis van de resultaten die het empirisch onderzoek ons opgeleverd heeft. We zagen zelfs dat de coëfficiënt bij de onafhankelijke variabele in de enkelvoudige regressie in drie van de vier gevallen negatief was, wat op een negatieve relatie tussen het opnemen van vrijwillige winstvoorspellingen en earnings management kan wijzen. Ook deze coëfficiënten waren echter niet significant verschillend van 0 waardoor we moeten besluiten dat er op basis van deze populatie geen significante relatie is tussen het opnemen van vrijwillige winstvoorspellingen in het prospectus en het niveau van earnings management in het jaar na de IPO. Ondernemingen die vrijwillige winstvoorspellingen opnemen in hun prospectus doen niet meer aan earnings management het jaar na hun IPO dan ondernemingen die geen vrijwillige winstvoorspellingen opnemen in hun prospectus.

We moeten hier wel bij opmerken dat de fit van de enkelvoudige lineaire regressies in hoofdstuk 5 erg laag was. De R^2 kwam op geen enkel ogenblik boven 0.05 uit. Dit wijst er op dat de variabele "Voorspelling" op haar eentje niet veel van de variabiliteit in de discretionaire accruals verklaart. Mogelijk zijn de coëfficiënten bij deze variabelen ook vertekend doordat ze impliciet informatie over andere variabelen bevatten. Daarom was het interessant om extra variabelen aan de regressie toe te voegen om de werkelijke impact van de variabele "Voorspelling" te meten. Dit hebben we in de meervoudige regressies in hoofdstuk 7 gedaan. Door het opnemen van de extra variabelen, kon er in dat hoofdstuk een betere conclusie getrokken worden over de werkelijke impact van de variabele "Voorspelling". Hypothese 1 werd daar dus herbekeken. De conclusies omtrent die resultaten worden later in deze sectie besproken.

Op basis van de resultaten van de twee berekeningsmodellen in hoofdstuk 6 kunnen we concluderen dat de tweede en de derde hypothese niet aanvaard kunnen worden. Beide modellen gaven immers geen statistisch bewijs voor het feit dat overperformers accruals aanwenden die de gerapporteerde winst doen dalen en dat underperformers accruals aanwenden die de gerapporteerde winst doen stijgen. We moeten hier wel bij vermelden dat de populatie waar deze analyse op gebaseerd is, erg klein is. Vooral de groep van overperformers is erg klein waardoor het a priori al duidelijk was dat het erg moeilijk zou zijn om een statistisch significante relatie te vinden.

Bovendien zou het niet opportuun zijn om een beslissing te nemen op basis van slechts vier observaties. Dit zagen we erg duidelijk bij het model van Cormier en Martinez waar het

gemiddelde niveau van earnings management bij de overperformers wel duidelijk negatief was, maar toch niet significant verschillend was van 0. Op basis van dat resultaat blijft het vermoeden wel bestaan dat overperformers neerwaartse accruals gebruiken om hun winsten te sturen in de richting van hun voorspelde winsten, ook al is deze relatie niet statistisch bewezen. De resultaten omtrent deze hypothese zijn nog eens kort samengevat in Tabel 9 in hoofdstuk 6.

Van de vier hypothesen die we in hoofdstuk 7 getest hebben, kunnen we enkel hypothese 4 aanvaarden. Earnings management blijkt inderdaad lager te zijn bij grotere ondernemingen dan bij kleinere ondernemingen. Bij drie van de vier berekeningswijzen was de negatieve coëfficiënt in de meervoudige lineaire regressie bij de variabele "Grootte" significant verschillend van 0. Bij de andere berekeningswijze was de coëfficiënt net niet significant verschillend van 0. De andere hypothesen kunnen niet statistisch bewezen worden. Bij de variabelen "Schuldgraad" en "Auditor" waren er wel significante coëfficiënten, maar dit was niet bij elke berekeningswijze het geval. Bovendien waren de tekens bij deze getallen tegenstrijdig met de richtingen die vooropgesteld werden in de hypothesen.

Ook hypothese 1 werd in hoofdstuk 7 nog eens getest. Zoals we eerder al aanhaalden, bestond de kans immers dat door het toevoegen van extra variabelen, er wel een significante relatie naar voor zou komen tussen het opnemen van winstvoorspellingen in het prospectus en het niveau van earnings management. De invloed van het opnemen van winstvoorspellingen werd nu preciezer getest. In de vier secties zagen we echter dat de coëfficiënten bij de variabele "Voorspelling" in de meervoudige lineaire regressies nog steeds insignificant waren. Er kan dus ook op basis van de resultaten uit hoofdstuk 7 geen uitspraak gedaan worden over de relatie die in hypothese 1 vooropgesteld werd. Bijgevolg kon hypothese 1 ook in hoofdstuk 7 niet aanvaard worden.

De fit van de modellen, die in hoofdstuk 7 getest werden, lag echter nog steeds niet hoog. De R^2 schommelde meestal rond 0.10. Enkel bij het tweede model was deze hoger (0.30). De aangepaste R^2 was bijgevolg ook erg laag bij de verschillende modellen. Het maximum werd ook bereikt bij het tweede model (0.22). Deze lage getallen wijzen er op dat er slechts een klein gedeelte van de variabiliteit in de afhankelijke variabele, de discretionaire accruals, verklaard wordt door de onafhankelijke variabelen. Het toont aan dat deze variabelen niet erg geschikt zijn om het niveau van earnings management te voorspellen. Dit niveau hangt waarschijnlijk af van andere motieven die niet zo gemakkelijk te kwantificeren zijn. Hierop komen we ook in de volgende sectie nog kort terug.

8.2 Aanbevelingen

Bij het vergelijken van de resultaten van de verschillende modellen zagen we toch dat er tussen de modellen duidelijke verschillen naar voor kwamen. Dit wijst er op dat er inderdaad problemen optreden bij de berekening van het earnings management. Zoals in de literatuur ook al aangehaald wordt, is er geen enkel model beschikbaar dat de discretionaire accruals op een correcte manier kan schatten en kunnen er grote verschillen optreden tussen de resultaten van de verschillende modellen. Zolang dit het geval is, zullen resultaten in verband met earnings management altijd met de nodige voorzichtigheid behandeld moeten worden.

Bijkomend probleem bij dit onderzoek was dat de modellen die werken met een tijdreeksstructuur niet geschikt waren voor de gebruikte gegevens. De schattingen aan de hand van deze modellen zijn over het algemeen correcter waardoor er ook correctere conclusies getrokken kunnen worden aan de hand van zulke modellen. Voor toekomstige onderzoekers blijft het dus erg belangrijk om te zoeken naar het berekeningsmodel dat de meest correcte resultaten oplevert. Enkel wanneer dit het geval is, kunnen er onbetwistbare conclusies getrokken worden.

Ook was er een probleem bij het verzamelen van gegevens in verband met corporate governance. We zouden kunnen veronderstellen dat ondernemingen met een goede corporate governance minder aan winststuring zouden doen. Dit konden we echter niet testen, omdat we voor vele ondernemingen niet de nodige gegevens konden verzamelen. Bij verschillende ondernemingen is noch op de website, noch in het jaarverslag iets terug te vinden van bijvoorbeeld de samenstelling van de Raad van Bestuur en als er wel iets van terug te vinden is, gaat het over de huidige compositie terwijl voor dit onderzoek de gegevens nodig waren van het jaar na de IPO.

De invloed van de samenstelling van de Raad van Bestuur of van het auditcomité op het niveau van earnings management kon dus niet onderzocht worden. Als de ondernemingen de richtlijnen uit de Belgische Corporate Governance Code beter zouden opvolgen, zou het wel mogelijk zijn om deze invloed te onderzoeken. Bovendien zou het voor een soortgelijk onderzoek interessant zijn om de evolutie van de Raad van Bestuur doorheen de jaren ook bekend te maken. Voor elke onderneming kan er dan gewerkt worden met de informatie uit de juiste periode.

Het ontbreken van de benodigde gegevens in verband met corporate governance heeft mogelijk ook zijn gevolgen gehad voor de fit van de opgestelde modellen. Bij de resultaten van de regressies zagen we dat de R^2 en de aangepaste R^2 erg laag waren. Dit wijst er op dat de variabiliteit in de afhankelijke variabele, dus het niveau van earnings management, amper verklaard kon worden door de onafhankelijke variabelen die opgenomen waren in de

regressie. Dit heeft uiteraard ook te maken met de coëfficiënten van de verschillende variabelen. Daaruit bleek al dat de opgenomen variabelen quasi geen significante invloed hadden op het niveau van earnings management.

Algemeen geldt dat hoe hoger de fit van een model is, hoe meer we op de resultaten ervan kunnen vertrouwen om bepaalde conclusies te trekken. Mogelijk zou het toevoegen van enkele variabelen omtrent corporate governance geleid hebben tot een hogere fit en dus een hogere betrouwbaarheid. Dit is een mogelijkheid waar andere onderzoekers zich hierna over kunnen buigen, al is het dan wel van belang dat de geselecteerde ondernemingen de nodige informatie over corporate governance correct vrijgeven. Een bijkomend probleem met corporate governance is dat deze gegevens niet altijd even goed gekwantificeerd kunnen worden, wat het voor een onderzoeker wel moeilijker maakt om de invloed ervan in te schatten.

Het is echter niet alleen voor onderzoekers belangrijk om correcte informatie te hebben over de corporate governance van een onderneming. Door de wetgeving in verband met corporate governance correct te volgen, zullen ondernemingen beter kunnen inschatten welke verbeteringen ze nog kunnen aanbrengen in hun corporate governance structuur. Uit dit onderzoek bleek dat vooral de openbaarmaking van belangrijke zaken omtrent corporate governance te wensen overliet. Het is van belang dat de beleidsmakers strenger toezien op het openbaarmakingsgedrag van de Belgische ondernemingen. Dit is in het voordeel van elke belangenpartij.

Zoals reeds aangehaald bij de literatuurstudie rond winstvoorspellingen, is de wetgeving omtrent het opnemen van deze voorspellingen in het prospectus verschillend naargelang het land waarin een onderneming zich bevindt. In de meeste landen is het niet verplicht om winstvoorspellingen op te nemen in het prospectus, maar dat is niet overal zo. In het artikel van Jaggi et al. (2006) kunnen we bijvoorbeeld lezen dat het in Taiwan wel verplicht is om zulke voorspellingen op te nemen. Het al dan niet verplicht opnemen van winstvoorspellingen in een prospectus is een onderwerp waarover onderzoekers en beleidsmakers erg vaak discussiëren.

In hoofdstuk 6 zagen we dat bijna alle ondernemingen in deze populatie, die voorspellingen opgenomen hadden in hun prospectus, hun winsten te optimistisch ingeschat hadden. Slechts vier ondernemingen behaalden een winst die hoger lag dan hun voorspellingen. Wanneer we enkel kijken naar de underperformers, zien we dat deze gemiddeld bijna een miljoen euro minder winst haalden dan ze vooropgesteld hadden. Dit zijn erg grote bedragen die uiteraard gevolgen hebben voor de waarde van deze ondernemingen op de beurs en voor de investeerders. Dit geeft aan dat ondernemingen duidelijk hun toekomstige winsten niet zo goed kunnen of willen inschatten. Een optimistischere voorspelling leidt immers tot meer interesse van investeerders en waarschijnlijk ook tot hogere, licht onrealistische

beurswaarden. Vanuit dit oogpunt kunnen we stellen dat het niet opportuun zou zijn om ondernemingen te verplichten voorspellingen over hun toekomstige winsten in hun prospectus op te nemen. Dit zou immers toch voornamelijk leiden tot onrealistische voorspellingen die later negatieve effecten zouden hebben op de beursprestaties van een onderneming.

Wanneer ondernemingen toch winstvoorspellingen in hun prospectus willen opnemen, is het van belang dat ze erg goed nadenken over de resultaten die ze in de toekomst verwachten te kunnen halen. Het is belangrijk dat een onderneming zelf eerst een correct beeld van haar toekomst kan vormen en presenteren zodat investeerders en analisten nadien op dit perspectief kunnen verder gaan om beslissingen te nemen of adviezen te geven.

Om te vermijden dat ondernemingen hun toekomstige winsten bewust zouden over- of onderschatten in hun prospectus, kunnen beleidsmakers best enkele voorwaarden opleggen aan het opnemen van winstvoorspellingen. Zo zouden ze kunnen eisen dat ondernemingen hun toekomstige resultaten opsplitsen per product of per marktsegment. Zo kunnen geïnteresseerden beter inschatten of de toekomstige resultaten realistisch zijn. Door ondernemingen te verplichten om hun schattingen te verantwoorden, zal eveneens meer duidelijkheid bestaan over hun correctheid. Investeerders en analisten kunnen dan de gedachtegang van het management van de onderneming volgen. Bovendien zullen deze voorwaarden er ook toe leiden dat een onderneming minder onbewuste fouten zal maken bij de schatting van hun toekomstige prestaties wat automatisch tot betere voorspellingen zal leiden.

Lijst van geraadpleegde werken

- Aerts, W. & Cheng, P. (2011). Causal disclosures on earnings and earnings management in an IPO setting. *Journal of Accounting & Public Policy*, 30, 431-459.
- Aharony, J., Lin, C. & Loeb, M. (1993). Initial Public Offerings, Accounting choices, and earnings management. *Contemporary Accounting Research*, 10, 61-81.
- Ajinkya, B., Bhojraj, S. & Sengupta, P. (2005). The association between outside directors, institutional investors and the properties of management earnings forecasts. *Journal of Accounting Research*, 43, 343-376.
- Aljifri, K. (2007). Measurement and motivations of earnings management: a critical perspective. *Journal of Accounting – Business & Management*, 14, 75-95.
- Bilson, C., Heaney, R., Powell, J. & Shi, J. (2007). The decision to voluntarily provide an IPO prospectus earnings forecast: theoretical implications and empirical evidence. *Applied Financial Economics Letters*, 3, 99-102.
- Cao, Z. & Narayanamoorthy, G.S. (2011). The effect of litigation risk on management earnings forecasts. *Contemporary Accounting Research*, 28, 125-173.
- Chau, G. & Gray, S.J. (2010). Family ownership, board independence and voluntary disclosure: evidence from Hong Kong. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 19, 93-109.
- Chena, S., Lina, B., Wangb, Y. & Wub, L. (2010). The frequency and magnitude of earnings management: time-series and multi-threshold comparisons. *International Review of Economics & Finance*, 19, 671-685.
- Chong, B.S. & Ho, K.W. (2007). Lockup and voluntary earnings forecast disclosure in IPOs. *Financial Management*, 36, 63-80.
- Citron, D., Cressy, R. & Gerard, X. (2009). Prospectus forecast publication and forecast errors: the role of venture capitalist certification. *Venture Capital*, 11, 87-105.
- Clarkson, P.M., Dontoh, A., Richardson, G. & Sefcik, S. (1992). The voluntary inclusion of earnings forecasts in IPO prospectuses. *Contemporary Accounting Research*, 8, 601-626.
- Cormier, D. & Martinez, I. (2006). The association between management earnings forecasts, earnings management, and stock market valuation: evidence from French IPOs. *The International Journal of Accounting*, 41, 209-236.

DeAngelo, L.S. (1986). Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. *Accounting Review*, 61, 400-420.

Dechow, P.M., Sloan, R.G. & Sweeney, A.P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70, 193-225.

Dutta, S. & Gigler, F. (2002). The effect of earnings forecasts on earnings management. *Journal of Accounting Research*, 40, 631-655.

Gramlich, J.D. & Sorensen, O. (2004). Voluntary management earnings forecasts and discretionary accruals: evidence from Danish IPOs. *European Accounting Review*, 13, 235-259.

Healy, P.M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting & Economics*, 7, 85-107.

Healy, P.M. & Wahlen, J.M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13, 365-383.

Ho, S.S.M. & Wong, K.S. (2001). A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 10, 139-156.

Iatridis, G. & Kadorinis, G. (2009). Earnings management and firm financial motives: a financial investigation of UK listed firms. *International Review of Financial Analysis*, 18, 164-173.

Jaggi, B., Chin, C., William Lin, H. & Lee, P. (2006). Earnings forecast disclosure regulation and earnings management: evidence from Taiwan IPO firms. *Review of Quantitative Finance & Accounting*, 26, 275-299.

Jog, V. & McConomy, B.J. (2003). Voluntary disclosure of management earnings forecasts in IPO prospectuses. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30, 125-167.

Kaplan, R.S. (1985). Comments on Paul Healy. *Journal of Accounting & Economics*, 7, 109-113.

Karamanou, I. & Vafeas, N. (2005). The association between corporate boards, audit committees, and management earnings forecasts: an empirical analysis. *Journal of Accounting Research*, 43, 453-486.

Kaszniak, R. (1999). On the association between voluntary disclosure and earnings management. *Journal of Accounting Research*, 37, 57-81.

Lapointe-Antunes, P., Cormier, D., Magnan, M. & Gay-Angers, S. (2006). On the relationship between voluntary disclosure, earnings smoothing and the value-relevance of earnings: the case of Switzerland. *European Accounting Review*, 15, 465-505.

Lennox, C. & Park, C.W. (2006). The informativeness of earnings and management's issuance of earnings forecasts. *Journal of Accounting and Economics*, 42, 439-458.

Lybaert, N. & Jans, M. (2006). Winststuring van Belgische ondernemingen via het voorzieningenbeleid. *Accountancy & Bedrijfskunde*, 5, 3-18.

Penman, S. (1980). An empirical investigation of the voluntary disclosure of corporate earnings forecasts. *Journal of Accounting Research*, 18, 132-160.

Raffournier, B. (1995). The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies. *The European Accounting Review*, 4, 261-280.

RICHTLIJN 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG.

Ruland, W., Tung, S. & George, N.E. (1990). Factors associated with the disclosure of managers' forecasts. *The Accounting Review*, 65, 710-721.

Shuto, A. (2007). Executive compensation and earnings management: Empirical evidence from Japan. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 16, 1-26.

Stock, J.H. & Watson, M.W. (2007). *Introduction to Econometrics*. Boston: Pearson Education.

Teoh, S.H., Wong, T.J. & Rao, G.R. (1998). Are accruals during Initial Public Offerings opportunistic? *Review of Accounting Studies*, 3, 175-208.

Vander Bauwhede, H. & Willekens, M. (2003). Earnings management in Belgium: a review of the empirical evidence. *Tijdschrift voor Economie en Management*, 2, 199-217.

Vander Bauwhede, H., Willekens, M. & Gaeremynck, A. (2003). Audit firm size, public ownership, and firms' discretionary accruals management. *International Journal of Accounting*, 38, 1-22.

VERORDENING (EG) Nr. 809/2004 van de Commissie van 29 april 2004 ter uitvoering van Richtlijn 2003/71EG van het Europees Parlement en de Raad wat de in het prospectus te verstrekken informatie, de vormgeving van het prospectus, de opneming van informatie door middel van verwijzing, de publicatie van het prospectus en de verspreiding van advertenties betreft.

WET van 16 juni 2006 op de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt, Belgisch Staatsblad, 21 juni 2006.

Yhim, H., Karim, K.E. & Rutledge, R.W. (2003). The association between disclosure level and information quality: voluntary management earnings forecasts. *Applied Financial Economics*, 13, 677-692.

Auteursrechtelijke overeenkomst

Ik/wij verlenen het wereldwijde auteursrecht voor de ingediende eindverhandeling:

Relatie tussen vrijwillige winstvoorspellingen en winststuring in de context van een IPO

Richting: **master in de toegepaste economische wetenschappen: handelsingenieur-accountancy en financiering**

Jaar: **2012**

in alle mogelijke mediaformaten, - bestaande en in de toekomst te ontwikkelen - , aan de Universiteit Hasselt.

Niet tegenstaand deze toekenning van het auteursrecht aan de Universiteit Hasselt behoud ik als auteur het recht om de eindverhandeling, - in zijn geheel of gedeeltelijk -, vrij te reproduceren, (her)publiceren of distribueren zonder de toelating te moeten verkrijgen van de Universiteit Hasselt.

Ik bevestig dat de eindverhandeling mijn origineel werk is, en dat ik het recht heb om de rechten te verlenen die in deze overeenkomst worden beschreven. Ik verklaar tevens dat de eindverhandeling, naar mijn weten, het auteursrecht van anderen niet overtreedt.

Ik verklaar tevens dat ik voor het materiaal in de eindverhandeling dat beschermd wordt door het auteursrecht, de nodige toelatingen heb verkregen zodat ik deze ook aan de Universiteit Hasselt kan overdragen en dat dit duidelijk in de tekst en inhoud van de eindverhandeling werd genotificeerd.

Universiteit Hasselt zal mij als auteur(s) van de eindverhandeling identificeren en zal geen wijzigingen aanbrengen aan de eindverhandeling, uitgezonderd deze toegelaten door deze overeenkomst.

Voor akkoord,

Janssens, Rik

Datum: **30/05/2012**