

# **Essays on Financial Reporting Quality, Earnings Management and Corporate Disclosure**

*---Nederlandstalige samenvatting---*

De vele boekhoudkundige schandalen waarmee de economische omgeving de afgelopen jaren geconfronteerd werd, hebben het algemene vertrouwen in de aangeboden kwaliteit van de financiële verslaggeving van bedrijven ernstig ondermijnd. Kwaliteit van financiële verslaggeving is van cruciaal belang in de economische omgeving aangezien een gebrek hieraan foutieve waardeverschuivingen tussen economische agenten veroorzaakt. Het belang hiervan in een economische context is de aandacht van de academische wereld niet ontgaan. Het empirisch onderzoek naar de kwaliteit van financiële verslaggeving in Continentaal Europa bevindt zich echter nog in een embryonale fase en onderzoek bij private ondernemingen is zo goed als onbestaand. Redenen hiervoor zijn voornamelijk de relatieve onderontwikkeling van kapitaalmarkten in Continentaal Europa ten opzichte van het Verenigd Koninkrijk en Amerika, alsook het ontbreken van uitgebreide data op Europees niveau. De trend naar economische globalisatie en harmonisatie van de boekhoudstandaarden toont echter de relevantie van wereldwijd onderzoek hieromtrent aan en stimuleert onderzoekers om studies naar financiële verslaggevingkwaliteit ook in een Continentaal-Europese context te ondernemen.

Deze scriptie vormt een contributie tot de bestaande literatuur en analyseert de kwaliteit van financiële rapportering bij Continentaal-Europese private ondernemingen in twee unieke onderzoekssettings. Doordat de boekhoudkundige regulering in België niet gerelateerd is aan het al dan niet beursgenoteerd zijn maar voortvloeit uit de juridische entiteit, beschikken onderzoekers over een unieke onderzoekssfeer om de kwaliteit van financiële verslaggeving bij zowel private als publieke Belgische ondernemingen te analyseren. Bestaand onderzoek is doorgaans beperkt tot het analyseren van beursgenoteerde ondernemingen, aangezien data met betrekking tot private ondernemingen vaak ontbreken. Alhoewel anekdotisch bewijs suggereert dat de determinanten en economische gevolgen van de kwaliteit van de financiële verslaggeving ook gelden voor private ondernemingen, is empirische verificatie hiervan echter nog niet geboden. Bovendien is onduidelijk in welke mate private ondernemingen in hun winstrapportering fiscale motivaties afwegen ten opzichte van motivaties voortvloeiend uit financiële contracten uitstaand met derden.

De eerste twee studies uit deze scriptie focussen op Belgische private ondernemingen die gefinancierd werden met extern aandelenkapitaal over de periode 1985-1999, verschaft door professionele private equity (hierna: PE) investeringsmaatschappijen. In een eerste studie bestudeer ik de evolutie in kwaliteit van financiële verslaggeving bij ondernemingen die naar extern PE aandelenkapitaal solliciteren. Heel specifiek wordt geanalyseerd of ondernemers, in een poging om het

aantrekken van extern aandelenkapitaal te vergemakkelijken, tijdens de aanloopfase naar de PE participatie de gerapporteerde cijfers in de jaarrekening trachten op te smukken door creatief aan winstbeheer te doen.<sup>1</sup> In een tweede deel van het onderzoek staat de toenemende controle en verstrengde corporate governance regelgeving van de PE investeerder centraal. Hierin ga ik concreet na of de verregaande professionalisering en verstrengde corporate governance praktijken geïmplementeerd door de PE investeerder, effectief bijdragen tot de kwaliteit van de financiële verslaggeving van PE portefeuilleondernemingen. Dit soort onderzoek kan de eerste empirische verificatie bieden omtrent de meetbare impact die PE investeerders hebben op de kwaliteit en discipline van de financiële verslaggeving bij hun portefeuilleondernemingen.

De bevindingen tonen aan dat ondernemers die PE kapitaal aantrekken de winsten opwaarts bijsturen in de jaren voor de PE investering in vergelijking met gelijkaardige ondernemingen die geen extern aandelenkapitaal ophalen. Dit wijst erop dat de bevindingen omtrent creatief winstbeheer bij ondernemingen die een beursintroductie doorvoeren ook terug te vinden zijn bij private kapitaaloperaties met externe financiers. In het tweede luik van het onderzoek naar de evolutie in financiële rapporteringkwaliteit worden verschillende attributen van kwaliteitsvolle rapportering bestudeerd. Een combinatie van empirische testen toont aan dat na de effectieve investeringsdatum, de kwaliteit van de financiële verslaggeving bij PE gefinancierde ondernemingen aanzienlijk hoger is dan voor gelijkaardige ondernemingen zonder PE financiering.

Naast de analyse van de meetbare kwaliteitsattributen van de gerapporteerde jaarrekeninginformatie wordt in een tweede studie bestudeerd hoe de hoeveelheid aangeboden financiële informatie naar externen toe evolueert rond de PE financiering. Deze 'disclosure' studie is een van de eerste studies dewelke de context het toelaat om de impact van een meetbare verandering in corporate governance en controlemechanismen (i.e. de PE financiering en de hierbij gepaard gaande overdracht van controle) op de aanbidding van financiële informatie vanuit de onderneming na te gaan. De mate van financiële disclosure is benaderd door een evaluatie van het soort jaarrekeningschema dat wordt aangeboden in vergelijking met hetgene wettelijk vereist wordt. Een verkort schema impliceert een aanzienlijk lager kostenplaatje en gereduceerde voorbereidingstijd maar is enkel geoorloofd als de onderneming bepaalde criteria niet overschrijdt. Ondernemingen die een volledig jaarrekeningschema rapporteren indien slechts een verkort schema vereist is, worden geacht fundamentele baten te ondervinden ten opzichte van de kosten die hier tegenover staan.

De resultaten tonen aan dat vanaf één jaar voor de PE participatie, ondernemingen vrijwillig meer financiële informatie naar externen toe voorzien. Nadat de onderneming in

---

<sup>1</sup> Onderzoek bij (Amerikaanse) ondernemingen die extern aandelenkapitaal aantrekken via een publieke beursgang toont immers aan dat winsten vaak opportunistisch worden opgekrikt tijdens deze aanloopfase. De redenering die hierachter steekt is gebaseerd op het principe dat de waardering normaliter hoger zal uitvallen naarmate de huidige (en de inschatting van de toekomstige) winsten hoger zijn.

portefeuille steekt bij haar PE investeerder is de toename in financiële disclosure echter nog veel nadrukkelijker aanwezig en blijkt 30 à 35% van de portefeuilleondernemingen een volledige jaarrekening te rapporteren alhoewel volgens de wet een verkort schema volstaat. Deze toename in disclosure wordt ook hier verklaard vanuit het professionalisme en de verstrengde corporate governance waarmee de PE investeerder de onderneming mede bestuurt. Zowel de studie met betrekking tot de attributen van de kwaliteit van financiële rapportering alsook de disclosure studie tonen allebei aan dat PE investeerders bijdragen tot de financiële rapporteringdiscipline van hun ondernemingen in portefeuille.

In een derde studie wordt de fiscale motivatie als drijfveer voor de financiële rapportering bestudeerd. Via de identificatie van alle dochterondernemingen van Belgische beursgenoteerde holdings wordt een dataset gecreëerd die specifieke groepsstructuren bevat. Centraal in deze studie staat de mate waarin groepsondernemingen gebruik maken van hun groepsaffiliaties om hun individuele belastingsdruk te reduceren. Concreet wordt in eerste instantie de verschillen in effectieve belastingsdruk gemeten tussen groepsondernemingen versus onafhankelijke ondernemingen. Controlerend voor verschillende ondernemings specifieke factoren blijkt dat groepsondernemingen een significant lagere effectieve belastingsdruk kennen dan onafhankelijke ondernemingen. Dit resultaat is consistent met internationale bevindingen omtrent groepsondernemingen.

De studie gaat echter verder in de detectie van fiscaal gedreven winstbeheer binnen de groepsstructuren en analyseert de mate van winstbeheer, controlerend voor de individuele belastingsstatus en groepsaffiliatie. Multivariate testen tonen aan dat groepsondernemingen de neiging hebben om winsten van filialen neerwaarts bij te stellen indien deze onderneming belastingen dient te betalen op iedere extra eenheid gerapporteerd inkomen; ter compensatie op het groepsniveau stellen belastingvrijgestelde filialen (dit is: filialen die kunnen teren op overgedragen verliezen) hun winsten opwaarts bij. Aanvullend onderzoek suggereert bovendien dat groepsgerelateerde vorderingen en schulden belangrijke instrumenten zijn om de individuele winsten te sturen. Deze studie toont het belang aan van fiscale redenen in de bestaansredenen van groepen en heeft implicaties voor verschillende economische agenten.

De studies gebundeld in deze scriptie dragen bij tot de snel ontwikkelende literatuur omtrent de determinanten en karakteristieken van financiële rapportering bij private ondernemingen en vormen een contributie voor verschillende literaturen. De bevindingen tonen aan dat, ondanks gelijke wetgevende en boekhoudkundige beginselen, de kwaliteit van financiële rapportering verschilt binnen private ondernemingen en in sterke mate samenhangt met de aandeelhoudersstructuur en de daaruit voortvloeiende corporate governance instellingen. Deze resultaten hebben belangrijke implicaties voor verschillende partijen en poneren een vernieuwende kijk op de kenmerken en determinanten van financiële rapportering binnen private ondernemingen.

*Christof Beuselinck, Juli 2005*