

# De Tabaksblat risicoparagraaf in Nederlandse jaarverslagen: een eerste analyse van inhoud en effect

Jelger Groenland, Ralph Daals en Henk von Eije

**SAMENVATTING** Met ingang van het jaarverslag over 2004 schrijft de code Tabaksblat een rapportage over risico's bij beursgenoteerde ondernemingen voor. In dit artikel onderzoeken we diverse kenmerken van de risicoparagraaf en meten we de invloed van deze kenmerken op de aandelenrendementen. Het blijkt dat in het jaarverslag van 2004 76% van de ondernemingen een risicoparagraaf heeft opgenomen en dat de meerderheid ook het risico-beheersings- en controlesysteem beschrijft. De omvang van de risicoparagraaf is beperkt tot gemiddeld drie en een halve bladzijde. Relatief vaak noemen ondernemingen risico's en beheersingsmaatregelen op het gebied van a) de markten, b) de wetgeving, c) de infrastructuur van hun onderneming en d) de technologische ontwikkeling. De uit de risicorapportage voortvloeiende variabelen verklaren echter de rendementen van de ondernemingen in de eerste helft van 2005 niet.

## 1 Inleiding

Naar aanleiding van opzienbarende boekhoudschandalen is internationaal een sterke behoefte ontstaan aan meer transparantie en een verbeterde communicatie tussen de onderneming en de stakeholders. Transparantie en accurate informatie over de onder-

Drs. J.T. Groenland studeerde Bedrijfskunde aan de Rijksuniversiteit Groningen en werkt nu bij KPMG. Dit artikel is gebaseerd op zijn afstudeerscriptie.

Drs. R. M. Daals is Manager Corporate Governance and Risk Management bij Deloitte in Londen.

Dr. J.H. von Eije is Universitair Hoofddocent bij de faculteit Bedrijfskunde van de Rijksuniversiteit Groningen.

De auteurs zijn de referenten en de hoofdredacteur van het MAB erkentelijk voor hun commentaar bij een eerdere versie van dit artikel. Eventuele resterende onvolkomenheden komen uiteraard voor rekening van de auteurs. De auteurs schreven het artikel op persoonlijke titel.

neming zijn met name voor de aandeelhouder van belang. In veel westerse landen heeft dit geleid tot wetgeving op het gebied van Corporate Governance, waar risicomanagement een onderdeel van uitmaakt. In de Verenigde Staten heeft dit geleid tot de Sarbanes-Oxley Act van 2002. Sectie 404 van deze Sarbanes-Oxley Act schrijft voor dat ondernemingen een 'internal control report' moeten opnemen in het jaarverslag.<sup>1</sup> Intussen hebben ook veel Europese landen eigen wetgeving gepubliceerd. Zo stimuleerde het ICAEW in het Verenigd Koninkrijk met de 'Turnbull-Guidance' ondernemingen om over interne en externe risico's te rapporteren (The Institute of Chartered Accountants in England and Wales, 1997 en 1999; Financial Reporting Council, 2005). Ook in Duitsland is nu een Corporate Governance Code na het rapport van de commissie Cromme (zie voor de meest recente versie: Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, 2005).<sup>2</sup>

In Nederland is in 2003 de Corporate Governance Code gepubliceerd door de commissie Corporate Governance, die de veertig aanbevelingen van de commissie Peters uit 1997 vervangt. De code (ook bekend als de Tabaksblat-code) is van toepassing op vennootschappen met statutaire zetel in Nederland waarvan de aandelen of certificaten zijn toegelaten tot de officiële notering van een van overheidswege erkende effectenbeurs (Commissie Corporate Governance, 2003). Deze code is in werking vanaf het boekjaar 2004 en heeft er volgens een onderzoek uitgebracht door Ethical Investment Research Services toe geleid dat Nederland samen met het Verenigd Koninkrijk en Finland de beste Corporate Governance-praktijken ter wereld heeft (Maier, 2005). In tegenstelling tot de Sarbanes-Oxley Act geldt bij de code Tabaksblat het principe van 'comply or explain'. Dit betekent dat de Nederlandse ondernemingen vrijheid hebben bij het opstellen van de risicoparagraaf en dat het dus interessant is te weten wat de Nederlandse ondernemingen zoal rapporteren.

De jaarverslagen van de ondernemingen waar de code betrekking op heeft zijn in het eerste half jaar van 2005 gepubliceerd en daaruit kan dus blijken op welke wijze ondernemingen aan de code voldoen met behulp van een zogenaamde risicoparagraaf in het jaarverslag. Dit artikel gaat daarom eerst in op een aantal kenmerken van de rapportage door Nederlandse ondernemingen in de risicoparagraaf<sup>3</sup>. Vervolgens wordt onderzocht of het rapporteren van risico's de rendementen van de ondernemingen in de eerste helft van 2005 heeft beïnvloed.

## 2 Achtergrond

De Nederlandse Corporate Governance Code bevat een best practice-bepaling (II.1.4) die met name betrekking heeft op risicomanagement en het rapporteren van risico's. Deze bepaling is als volgt geformuleerd:

*'In het jaarverslag verklaart het Bestuur dat de interne risicobeheersings- en controlesystemen adequaat en effectief zijn en geeft hij een duidelijke onderbouwing hiervan. Het Bestuur rapporteert in het jaarverslag over de werking van het interne risicobeheersings- en controlesysteem in het boekjaar. Het Bestuur geeft daarbij tevens aan welke eventuele significante wijzigingen zijn aangebracht, welke eventuele belangrijke verbeteringen zijn gepland en dat één en ander met de auditcommissie en de raad van commissarissen is besproken.'* (Commissie Corporate Governance, 2003, p. 9).

Er zijn hierbij vier aspecten van belang:

- 1 de aanwezigheid van een adequaat intern risicobeheersings- en controlesysteem (best practice II.1.3)
- 2 het uitvoeren van een regelmatige risicoanalyse (best practice II.1.3a)
- 3 de aanwezigheid van een systeem van monitoring en rapportage (best practice II.1.3d)
- 4 het bestuur rapporteert in het jaarverslag over de werking van het interne risicobeheersings- en controlesysteem gedurende het boekjaar en verschaft een duidelijke onderbouwing hiervan (best practice II.1.4)

Hoewel de Nederlandse Corporate Governance Code in de Nederlandse wetgeving is opgenomen zijn er echter nog wel onduidelijkheden verbonden aan deze code (Sampers, 2005). Bovendien is er geen vast omschreven wijze van rapporteren. Blijkens een onderzoek van Ernst en Young bij 56 ondernemingen is de rapportage zelfs onder de maat.<sup>4</sup> Toch zijn er ook ondernemingen die wel over hun risico's rapporteren en in dit artikel doen we verslag van een aantal ken-

merken van de risicoparagraaf zoals deze blijken uit de jaarverslagen over 2004 en van de daarin genoemde risico's en risicobeheersingsmaatregelen.

Bovendien is het onduidelijk of, en zo ja hoe, aandeelhouders zullen reageren op de extra informatie. Zo vinden Van Dijk, De Ruiters en Zandt (1996, p. 36): *'Gemiddeld genomen zijn beleggers niet echt ontevreden over de informatieverschaffing door ondernemingen, doch het kan duidelijk beter. Met name informatie aangaande gevoeligheden voor macro- en sectorfactoren wordt node gemist, evenals ondernemingsstrategische informatie (bijv. product/marktcombinaties).'* Omdat een risicoparagraaf nieuwe informatie aan de aandeelhouders kan verstrekken op een gebied waar dus reeds lange tijd leemtes bestaan, zal het gevolgen kunnen hebben voor de rendementen op een aandeel in de periode dat de nieuwe informatie vrijkomt. Met betrekking tot de reactie van de aandeelhouders zijn er dan een drietal scenario's mogelijk<sup>5</sup>:

- 1 Doordat de onderneming de gevoeligheid van de resultaten voor diverse factoren communiceert in het jaarverslag zullen aandeelhouders beter geïnformeerd zijn omtrent deze factoren en het risicoprofiel van de onderneming. Door meer openheid zullen aandeelhouders de onderneming positiever gaan waarderen<sup>6</sup> en kunnen de rendementen zijn gestegen.
- 2 Een ander scenario is dat de aandeelhouders de risico's als een waarschuwing zien voor toekomstige resultaten. Daarnaast bestaat de mogelijkheid dat de kosten van de risicorapportage excessief worden<sup>7</sup> of dat de risicoparagraaf concurrentiegevoelige informatie bevat (zie voor dat laatste bijvoorbeeld: Marra en Suijs, 2004). Beide zaken kunnen ertoe leiden dat de rendementen eroderen.
- 3 Het derde scenario gaat er vanuit dat de nieuwe informatie geen effect heeft. Dit kan optreden als de aandeelhouders met zowel positieve als negatieve berichten worden geconfronteerd die elkaar opheffen. Hierbij kan men denken aan het feit dat er over zowel risico's wordt gerapporteerd, als ook nogal eens over de daarbij gehanteerde beheersingsmaatregelen. Ook kan men denken aan de mogelijkheid dat ondernemingen de voor- en nadelen (zoals genoemd onder scenario's 1 en 2) tegen elkaar afwegen, en de marginale kosten (van extra rapportering of van concurrentiegevoelige disclosure) gelijk stellen aan de marginale opbrengsten (van beter geïnformeerde beleggers), zodat er geen effect wordt gemeten. Tenslotte is het denkbaar dat de meeste informatie reeds in de financiële markten bekend is: zo konden ondernemingen in Nederland al vóór de Tabaksblat-code vrijwillig rapporteren over hun interne controle (Deumes, 2004), waardoor de beleggers mogelijk niet met nieuwe informatie worden verrast.

In dit artikel onderzoeken we daarom ook of er een mogelijke relatie ligt tussen kenmerken van de risico-paragraaf (en de daarin genoemde risico's en risico-beheersingsmaatregelen) en de rendementen op de aandelen van de onderzochte ondernemingen.

### 3 Onderzoekopzet

Het onderzoek is gedaan naar 125 ondernemingen die genoteerd staan aan Euronext met statutaire zetel in Nederland en met een jaarverslag over 2004. Bij de analyse zijn de antwoorden op de volgende vragen verzameld over het rapporteren van risico's en het communiceren van het Corporate Governance beleid:

- Bevat het jaarverslag een verwijzing naar Corporate Governance?
- Is er een risicoparagraaf aanwezig in het jaarverslag?
- Benoemt de onderneming een risicobeheersings- en controlesysteem?
- Beschrijft de onderneming een risicobeheersings- en controlesysteem?

Daarnaast is onderzocht hoeveel pagina's de ondernemingen besteden aan de risicoparagraaf in het jaarverslag. Dit geeft een beeld van de mate waarin een onderneming wenst te rapporteren over risico's en risicomanagement. Verder is onderzocht welke soorten risico's werden gerapporteerd in de risicoparagraaf. Om een beeld te krijgen van het type risico's dat wordt gerapporteerd in de jaarverslagen zijn er in samenwerking met Deloitte Enterprise Risk Services 21 risicocategorieën onderscheiden<sup>8</sup>. Voor deze 21 categorieën is geïnven-

tariseerd of de ondernemingen risico's en/of beheersingsmaatregelen vermelden. De aldus gevonden kenmerken van de risicoparagraaf zijn vervolgens gebruikt als verklarende variabelen in lineaire regressie-analyses, waarin we de effecten bestuderen op de rendementen van de ondernemingen over de eerste helft van 2005<sup>9</sup>.

### 4 Kenmerken van de risicoparagraaf

Het blijkt dat 95 ondernemingen (76 procent) een risicoparagraaf in het jaarverslag hebben opgenomen. Daarnaast wijden 118 ondernemingen (94 procent) uit over Corporate Governance. De aantallen ondernemingen die rapporteren over risico's in het jaarverslag en ingaan op Corporate Governance zijn weergegeven in tabel 1<sup>10</sup>.

De ondernemingen die wel een risicoparagraaf hebben opgenomen wijden meestal enkele pagina's aan het onderwerp. Veelal bestaat de risicoparagraaf uit 2 à 3 pagina's en dit is gemiddeld ruim 3% van het aantal bladzijden in het jaarverslag. De kerngegevens van het aantal pagina's dat de ondernemingen aan de risicoparagraaf wijden en de percentages die deze bladzijden van de risicoparagraaf uitmaken van het totale jaarverslag zijn samengevat in tabel 2.

Verder is onderzocht in hoeverre ondernemingen het systeem van risicobeheersing en controle presenteert in het jaarverslag. In het onderzoek kwam naar voren dat er een verschil is tussen het benoemen van het risicobeheersings- en controlesysteem en het daad-

**Tabel 1. De mate waarin ondernemingen verwijzen naar Corporate Governance en een risicoparagraaf in hun jaarverslag opnemen**

		Is er een risicoparagraaf aanwezig in het jaarverslag?		Totaal
		Nee	Ja	
Bevat het jaarverslag een verwijzing naar Corporate Governance?	Nee	7	0	7
	Ja	23	95	118
<b>Totaal</b>		30	95	125

**Tabel 2. De omvang van de risicoparagraaf van ondernemingen die een risicoparagraaf in het jaarverslag opnamen**

	Aantal bladzijden van de risicoparagraaf	In procenten van het aantal bladzijden in het jaarverslag
Gemiddelde	3,48	3,37
Mediaan	3	2,78
Standaarddeviatie	2,87	2,01
Maximum	19	10,00

**Tabel 3. Het aantal ondernemingen dat een risicobeheersings- en controlesysteem noemt en/of beschrijft**

Benoemt de onderneming een risicobeheersings- en controlesysteem?		Beschrijft de onderneming een risicobeheersings- en controlesysteem?		Totaal
		Nee	Ja	
	Nee	38	0	38
	Ja	18	69	87
<b>Totaal</b>		56	69	125

**Tabel 4. Het aantal ondernemingen dat een risicocategorie en de bijbehorende beheersingsmaatregelen al dan niet noemt alsmede de percentages**

Risicocategorieën	Geen risico genoemd dat correspondeert met de risicocategorie.		Wel een risico, maar geen beheersingsmaatregel genoemd.		Risico- en beheersingsmaatregel genoemd.	
	aantal	%	aantal	%	aantal	%
<b>Externe omgeving</b>						
1) Economische en financiële markten	45	36%	26	21%	54	43%
2) Wetgeving	85	68%	22	18%	18	14%
3) Aandeelhoudersrelaties	112	90%	7	6%	6	5%
4) Catastrofische verliezen	106	85%	5	4%	14	11%
5) Fysieke omgeving	106	85%	7	6%	12	10%
6) Sociale omgeving	110	88%	6	5%	9	7%
7) Politieke omgeving	111	89%	10	8%	4	3%
<b>Concurrentie-omgeving</b>						
8) Aanbieders	99	79%	11	9%	15	12%
9) Klanten	96	77%	14	11%	15	12%
10) Nieuwe toetreders	116	93%	7	6%	2	2%
11) Concurrenten	97	78%	20	16%	8	6%
12) Vervangende producten	116	93%	7	6%	2	2%
<b>Interne omgeving</b>						
13) Infrastructuur	55	44%	27	22%	43	34%
14) Inkoopfunctie	106	85%	8	6%	11	9%
15) Marketing en sales	120	96%	3	2%	2	2%
16) Technologische ontwikkeling	79	63%	20	16%	26	21%
17) Inkomende logistiek	115	92%	3	2%	7	6%
18) Operations	105	84%	8	6%	12	10%
19) Uitgaande logistiek	119	95%	4	3%	2	2%
20) Human resource management	95	76%	16	13%	14	11%
21) Klantenservice	122	98%	3	2%	0	0%

werkelijk beschrijven van dit systeem. De resultaten hiervan zijn samengevat in tabel 3. Van de 87 ondernemingen die een risicobeheersings- en controlesysteem benoemen blijken 69 (79%) ook een beschrijving te geven van het systeem.

De diversiteit van het type risico's gerapporteerd in de jaarverslagen is groot. Met behulp van Deloitte

zijn 21 risicocategorieën geïdentificeerd. Tabel 4 geeft een beschrijving van welke risicocategorieën hoe vaak door de ondernemingen in de risicoparagraaf genoemd zijn.<sup>11</sup>

Uit tabel 4 blijkt dat ondernemingen relatief veel (40 keer of meer) risico's op het gebied van a) de markten, b) de wetgeving, c) de infrastructuur van hun onder-

neming en d) de technologische ontwikkeling noemen. Het is dan niet onlogisch dat in deze gevallen ondernemingen ook vaak op risicobeheersingsmaatregelen ingaan. Weinig rapporteren de ondernemingen over risico's 1) in de relaties met aandeelhouders, 2) in de sociale omgeving, 3) van nieuwe toetreders of van substituten en 4) in relaties met toeleveranciers en klanten, zoals op het gebied van logistiek, marketing en sales en klantenservice. Of dit wordt veroorzaakt doordat er op deze gebieden weinig risico's zijn, of omdat juist deze informatie concurrentiegevoelig is kon helaas niet worden vastgesteld.

## 5 Effecten op de rendementen

Om te bezien of de rapportage van risico's ook leidt tot significante reacties onder aandeelhouders zijn diverse lineaire dwarsdoorsnede-analyses uitgevoerd. Wij veronderstellen hierbij dat het rendement van de ondernemingen over de eerste helft van 2005 negatief zal worden beïnvloed door de diverse risico's en positief door de risicobeheersingsmaatregelen<sup>12</sup>.

Onze primaire regressievergelijking had de volgende vorm:

$$R_i = a + b \cdot \beta_i + \sum_j d_j \cdot D_{ij} + f_i$$

waarbij:

$R_i$  = het rendement van aandeel  $i$  ( $i = 1, \dots, 125$ ) gedurende de eerste helft van 2005 (vermenigvuldigd met 2 om een jaarrendement te verkrijgen).

$a$  = de constante term van de regressievergelijking; indien het Capital Asset Pricing Model (CAPM) geldt, komt dit overeen met de risicovrije rentevoet; in het geval van het CAPM zouden de coëfficiënten  $d_j$  alsmede de storingsterm  $f_i$  nul moeten zijn. Wij testten hier echter expliciet of de coëfficiënten  $d_j$  significant van nul verschillen en in dat geval aanleiding geven tot abnormale rendementen. Hierdoor zal de feitelijke waarde van de regressieconstante uiteindelijk verschillen van de risicovrije rentevoet.

$b$  = de coëfficiënt van de ondernemingsbeta (indien het Capital Asset Pricing Model geldt, komt deze coëfficiënt overeen met de marktrisicopremie)

$D_{ij}$  = de dummy voor aandeel  $i$  en risicocategorie  $j$  uit tabel 4 (met  $j = 1, \dots, 21$ ) die gelijk is aan 1 indien de desbetreffende risicocategorie in de risicoparagraaf wordt genoemd, anders 0.

$d_j$  = coëfficiënten van de dummy's  $j$  voor de 21 risicocategorieën.

$f_i$  = storingsterm van de regressievergelijking voor onderneming  $i$ .

Voor deze basisvergelijking kregen wij –afgezien van de constante term van de regressievergelijking– echter geen significante coëfficiënten.

Wij hebben deze basisvergelijking vervolgens op verschillende manieren aangepast. In de eerste plaats hebben we naast de dummy's voor de risicofactoren ook dummy's ingevoerd voor ondernemingen die controlemaatregelen hadden genoemd bij de door hen aangegeven risicofactoren. In de resulterende regressie-analyse bleek door deze toevoeging nog steeds geen van de coëfficiënten van de risicocategorieën significant te worden en hadden de twee significante coëfficiënten (voor de risicobeheersingsmaatregelen 1 en 19: zie tabel 4) van de 21 risicobeheersingsmaatregelen het verkeerde (negatieve) teken. Vervolgens is onderzocht of we de 21 risicocategorieën konden reduceren tot statistisch relevante factoren. We vonden via de datareductiemethode van SPSS dat dat mogelijk was, want er resulteerden 7 statistische factoren met een eigenwaarde groter dan 1. Deze factoren bleken echter evenmin de rendementen significant te beïnvloeden.<sup>13</sup> Ook hebben we gekeken of het aantal bladzijden uit de risicoparagraaf misschien gecorreleerd was met de rendementen van de diverse ondernemingen. Hierbij vonden we wederom geen significant resultaat. Al deze uitkomsten suggereren dat de individuele risico's waarover de ondernemingen rapporteren – of in elk geval de wijze waarop de ondernemingen hierover rapporteren – niet relevant zijn voor de aandelenprijs. Ook als de individuele risicocategorieën niet significant scoren op de rendementen, dan wil dat niet zeggen dat hun gezamenlijke effect ook niet significant zou zijn. Daarom werd eveneens onderzocht of geaggregeerde grootheden de rendementen beïnvloeden. Hiertoe keken we naar het wel of niet verwijzen naar Corporate Governance (niet significant), de vraag of er een risicoparagraaf was (niet significant), of er sprake was van een risicobeheersings- en controlesysteem (significant) en of deze werd beschreven (niet significant)<sup>14</sup>. Tenslotte werd ook het effect onderzocht van het totale aantal in de risicoparagraaf genoemde risicocategorieën respectievelijk van het totale aantal genoemde beheersingsmaatregelen op de rendementen. De eerste geaggregeerde grootte had het verwachte negatieve teken en de tweede het verwachte positieve teken, doch beide waren niet significant.

Het blijkt dus dat de diverse issues uit de risicoparagraaf nauwelijks invloed hadden op de rendementen van de onderzochte ondernemingen. Alleen het melden van het bestaan van een risicobeheersings- en controlesysteem op ondernemingsniveau had een significant positief effect<sup>15</sup>.

## 6 Samenvatting en conclusie

Met ingang van het jaarverslag over 2004 wordt het gezien als een 'best practice' dat ondernemingen in het jaarverslag rapporteren over de risico's die ze lopen en over de wijze waarop men deze risico's denkt aan te pakken. Bij de eerste rapportage in 2005 bleek dat 76% van de ondernemingen aan het hoofdcriterium van een risicoparagraaf voldoet. De meerderheid van de ondernemingen beschrijft ook hierin het risicobeheersings- en controlesysteem. De omvang van de risicoparagraaf is beperkt tot gemiddeld drieëneuhalf bladzijde. Regressie-analyses suggereren geen significant verband tussen 21 onderscheiden individuele risicocategorieën en de rendementen van de ondernemingen in de eerste helft van 2005. Ook werden geen relaties gevonden tussen de uit deze risicocategorieën gedistilleerde geaggregeerde grootheden en de rendementen. Alleen als de onderneming rapporteerde dat het een risicobeheersings- en controlesysteem had, gaf dat een significant verband met het verwachte positieve teken.

Het feit dat wij nauwelijks effecten gevonden hebben past dus in het eerder beschreven scenario 3. Dit zou kunnen betekenen dat de positieve berichten de eventueel negatieve informatie opheffen. Bij onze analyse hebben we echter zowel negatieve berichten (diverse genoemde risico's) als positieve berichten (gehandeerde risicobeheersingsmaatregelen) onderscheiden. Deze berichten bleken evenwel afzonderlijk niet significant te zijn of het verkeerde teken te hebben. Een andere reden voor het ontbreken van statistische verbanden is dat ondernemingen mogelijk anderszins zodanig rapporteren dat de opbrengsten van het beter rapporteren tegen de kosten van de extra rapportage wegvallen. Ook zou het ontbreken van significante effecten kunnen betekenen dat de extra informatie uit de risicoparagraaf reeds in de financiële markten bekend was. Tenslotte kan het zijn dat de baten (of de kosten) alleen op lange termijn naar voren kunnen komen. Het ontbreken van gemeten effecten betekent in dat laatste geval dus niet dat het zinloos is om over risico's en risicobeheersingsmaatregelen te rapporteren. Zo kan men verwachten dat het regelmatig rapporteren over risico's en risicobeheersingsmaatregelen de investor's relations positief zal beïnvloeden. De vraag is echter of dat door een eenmalige rapportage over 2004 al kan worden bewerkstelligd. Als het beïnvloeden van de risicoperceptie van beleggers vereist dat men continu goed over risico's en de bijbehorende risicobeheersingsmaatregelen rapor-

teert, kunnen de effecten slechts op termijn zichtbaar worden. Alleen al om deze reden lijkt het ons waarschijnlijk dat ondernemingen die nu over hun risico's en hun risicobeheersingsmaatregelen rapporteren dat ook in de toekomst zullen blijven doen.

### Literatuur

- Commissie Corporate Governance (2003), *De Nederlandse Corporate Governance Code: Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen*, Den Haag.
- Deumes, R. (2004), *Voluntary Reporting on Internal Control by Listed Dutch Companies*, MARC Working paper, Maastricht University, Maastricht.
- Doyle, J., W. Ge and S. McVay (2005) *Determinants of weaknesses in internal control over financial reporting*, Working paper, David Eccles School of Business, University of Utah, Salt Lake City.
- Dijk, H.L.L. van, A.J.C. de Ruiters en M.H. Zandt (1996) Investor relations en Nederlandse ondernemingen, *Bedrijfskunde*, jaargang 68, nr 4, pp. 28-36.
- Dorsman, A.B., H.L.L. van Dijk en A.J.C. de Ruiters (2001), The relevance of Investor relations in The Netherlands (1) (en 2), *Tijdschrift voor Corporate Finance*, vol. 6, no. 3 (en no. 4), pp. 40-54 (en pp. 40-55).
- Fama, E. and K. French (1993), Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds, *Journal of Financial Economics*, 33, pp. 3-56.
- Financial Reporting Council (2005), *Internal Control, Revised Guidance for Directors on the Combined Code*, Oktober.
- Groenland, J. T. (2005), *Reporting risk, an analysis of the risk paragraph of listed companies in The Netherlands*, Master Thesis, University of Groningen, Groningen.
- Marra, T.A. en J. Suijs (2004), De invloed van IFRS op een beursgang in de Europese Unie, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jg. 78, nr 5, mei, pp. 207-213.
- Maier, S. (2005), *How global is good corporate governance*, Ethical Investment Research Service (EIRIS), London.
- Meijer, J.W.M.K. (2003), Verslaggeving over risico's, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jg. 77, nr 3, maart, pp. 109-118.
- Nelson, J.M., J.S. Moffitt and J. Affleck-Graves (2005), The impact of hedging on the market value of equity, *Journal of Corporate Finance*, vol. 11, pp. 851-881.
- Ognea, M., K. Raghunandan en K.R. Subramanyam (2005), *Internal Control Weakness and Cost of Equity: Evidence from SOX Section 404 Certifications*, Working paper, Leventhal School of Accounting, University of Southern California, Los Angeles.
- Paape, L. D. Freriksen en D. Swagerman (2005), *Risicomanagement: De praktijk in Nederland*, PricewaterhouseCoopers en de Rijksuniversiteit Groningen.
- Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (2005), *Deutscher Corporate Governance Kodex (in der Fassung vom 2. Juni 2005)*.
- Sampers, P.A.M. (2005) Het 'in control statement', *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jg. 79, nr 7/8, juli/augustus, pp. 361-369.
- The Institute of Chartered Accountants in England and Wales (1997), *Financial reporting of risk. Proposals for a statement of business risk*, London.
- The Institute of Chartered Accountants in England and Wales (1999), *No*

surprises. *The case for better risk reporting*, London.

## Noten

- 1 Zie voor een samenvatting van de Sarbanes-Oxley Act [www.aicpa.org/info/sarbanes\\_oxley\\_summary.htm](http://www.aicpa.org/info/sarbanes_oxley_summary.htm).
- 2 Zie voor de Turnbull-Guidance [www.icaew.co.uk/cbp/index.cfm?aub=tb2L6242](http://www.icaew.co.uk/cbp/index.cfm?aub=tb2L6242) en voor de Duitse corporate governance code [www.corporate-governance-code.de/](http://www.corporate-governance-code.de/). Een overzicht over een groot aantal internationale corporate governance codes kan men tenslotte vinden op [www.ecgi.org/codes/all\\_codes.php](http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php).
- 3 Voor een recent overzicht van de risicomanagementpraktijk in Nederland wordt men verwezen naar Paape, Freriksen en Swagerman (2005).
- 4 Zie [www.ey.nl/?pag=788&nieuws\\_id=2302&PHPSESSID=8eabd58be54551d0f3ad25910613caa1](http://www.ey.nl/?pag=788&nieuws_id=2302&PHPSESSID=8eabd58be54551d0f3ad25910613caa1) Zie verder ook Het Financieele Dagblad van 4 oktober 2005, p. 1.
- 5 Zie Meijer (2003) voor een nader overzicht van de voor- en nadelen van risicoverslaggeving.
- 6 Zo tonen Dorsman, Van Dijk en De Ruiters (2001a, 2001b) bijvoorbeeld aan dat verbeterde investors relations kunnen leiden tot een lagere vermogenskostenvoet.
- 7 Ogneva, Raghunandan en Subramanyam (2005) geven bijvoorbeeld aan dat in de Verenigde Staten Section 404 van de Sarbanes-Oxley wet tot veel klachten over hoge kosten heeft geleid.
- 8 Deze risicocategorieën zijn gebaseerd op een risicomodel dat is toegesneden op de belangrijkste aandachtsgebieden van het management. Het model is per industrie verschillend. Voor het onderzoek hebben we gebruikgemaakt van een industrie-overstijgende versie.
- 9 Deze rendementen zijn berekend op basis van prijsindices (I) met geherinvesteerde dividenden van 31 december 2004 (t-1) tot en met 1 juli 2005 (t) en vervolgens vermenigvuldigd met twee om de rendementen op jaarbasis te verkrijgen. De formule luidt dan:  $2 \cdot ((I_t - I_{t-1}) / I_{t-1})$ .
- 10 Ondernemingen kunnen ook op andere wijze rapporteren over risico's, zoals via websites en via bijvoorbeeld Form 20-F (die niet-Amerikaanse ondernemingen met een notering in Amerika deponeren bij de Securities and Exchange Commission). In totaal rapporteerden 17 ondernemingen (ook) op alternatieve wijze over risico's.
- 11 Voor een nadere specificatie van de risicocategorieën wordt men verwezen naar Groenland (2005). Deze scriptie zal te zijner tijd beschikbaar zijn via: <http://scripties.ebr.eldoc.ub.rug.nl/>.
- 12 Omdat er hier sprake was van de eerste introductie van de risicoparagraaf in de jaarrekening betekent in dit geval een hoger rendement een positief effect van de rapportage op de prijzen van de aandelen. Deze werkwijze sluit ten dele aan bij de benadering van Nelson, Moffitt en Affleck-Graves (2005), die abnormale rendementen verklaren (bij ondernemingen die valutahedginginstrumenten gebruiken). Wij hanteren hier een eenvoudiger – directe – dwarsdoorsnede-analyse omdat wij niet kiezen voor het toepassen van Amerikaanse risicofactoren à la Fama en French (1993) en wij niet alleen met dummyvariabelen werken.
- 13 Door een gebrek aan data konden we voor de 21 beheersingsmaatregelen geen statistisch relevante factoren uit de data destilleren.
- 14 Het feit deed zich echter voor dat al deze vier geaggregeerde dummyvariabelen sterk gecorreleerd waren. Dit suggereerde dat er

hier sprake was van een cluster van gerelateerde variabelen. Dit werd bevestigd door het feit dat het mogelijk was uit de vier genoemde variabelen één statistisch relevante factor te destilleren. Deze factor bleek in de regressie-analyses niet significant.

15 Men zou dit ook aan toeval kunnen toeschrijven omdat er een groot aantal regressie-analyses werd verricht. Het enige dat hier weer tegen pleit is dat er een positieve relatie werd verondersteld en dat deze ook werd gevonden.