

Het meten van disclosure in jaarverslagen op basis van analistenrapporten

Dr. B. Kamp

I Inleiding

De informatiewaarde van jaarverslagen is al vele jaren een belangrijk onderzoeksgebied. De mate en wijze waarop jaarverslagen de oordeelsvorming van gebruikers beïnvloeden, is op verschillende wijzen onderzocht. Vaak wordt met name gekeken naar de verklaringskracht van de kwantitatieve gegevens in de jaarrekening. Voorbeelden hiervan zijn studies naar de relatie tussen ondernemingswinsten respectievelijk intrinsieke waarde en beurskoersen (earnings response coëfficiënt respectievelijk book to market values). Deze studies hebben als kenmerk dat zij een enkel gegeven uit de jaarrekening – de winst, of het vermogen – statistisch isoleren en relateren aan een resultante van de oordeelsvorming van gebruikers van jaarrekeningen: de aandelenkoers. De statistische significantie tussen deze variabelen zegt dan iets over het relatieve belang van winst- en vermogenscijfers.

Een onderzoeksopzet waarbij diverse financiële gegevens gecombineerd worden, is te vinden bij faillissementsvoorspellende modellen, kredietacceptatiemodellen en het modelleren van *bond ratings*. Hierbij wordt niet gekeken naar de verklaringskracht van een enkele financiële variabele, maar naar een grotere set van informatie die in de jaarrekening te vinden is. Kwalitatieve informatie in de jaarrekening blijft veelal buiten beschouwing doordat de noodzakelijke

kwantificering van deze informatie veelal niet goed mogelijk is.

Een derde variant is het meten van de *disclosure* in de jaarrekening. Op basis van een a priori veronderstelde set van relevante informatie wordt van jaarrekeningen beoordeeld in hoeverre zij die informatie verstrekken. Omdat een groot gedeelte van de inhoud van jaarrekeningen wettelijk of reglementair is voorgeschreven, is het meten van deze *mandatory information* niet zo interessant: door accountantscontrole en/of extern toezicht zal dergelijke informatie vrijwel altijd opgenomen zijn in de jaarrekening. Disclosure-onderzoek richt zich daarom met name op de vrijwillig (*voluntary*) verstrekte informatie. Ondernemingen kunnen zich onderling onderscheiden door veel of juist weinig *voluntary information* te verstrekken. Deze mate van *voluntary disclosure* is per onderneming te meten door deze disclosure af te zetten tegen een set van verlangde (*voluntary*) disclosure.

Deze benadering leent zich zowel voor het meten van kwantitatieve als kwalitatieve informatie, en heeft dus een groter bereik dan de eerder genoemde benaderingen. Een beperking van deze benadering is dat de informatieverschaffing niet gekoppeld wordt aan een meetbaar fenomeen zoals beurskoersen of het optreden van faillissementen, maar wordt afgezet tegen een *veronderstelde* set van relevante informatie.

In dit artikel zal een variant op disclosure-onderzoek worden beschreven die meer rekening houdt met de *daadwerkelijke* informatiebehoefte van een specifieke groep van gebruikers, namelijk bond rating-analisten. Hiertoe wordt gebruik gemaakt van de verbale analyserapporten zoals opgesteld door bond rating agency Moody's

Dr. B. Kamp RA is universitair docent aan de Katholieke Universiteit Brabant en medewerker vaktechniek bij BDO Walgemoed CampsObers.

Investors Service (Moody's). De in deze rapporten vermelde informatie fungeert als de checklist zoals die bij conventionele disclosure-onderzoeken wordt gebruikt. Belangrijke voordelen hiervan zijn dat er voor iedere onderneming een specifieke checklist is, en dat de informatie op de checklist gedetailleerder is.

In het vervolg van dit artikel zal eerst het begrip bond rating geïntroduceerd worden, waarbij tevens wordt aangegeven welke vormen van informatie door de rating-analisten gebruikt worden. Daarna zullen de onderzoeksopzet en de dataverzameling besproken worden. De resultaten geven vervolgens aan dat ongeveer de helft van de benodigde informatie is te vinden in de jaarverslagen van ondernemingen.

2 De informatiebehoefte van bond rating-analisten

Bond ratings zijn de meest bekende verschijningsvormen van *credit ratings*. Kort gezegd is een *credit rating* een oordeel over de kredietwaardigheid van een specifieke vastrentende waarde. *Bond ratings* hebben betrekking op obligaties, maar tegenwoordig worden ook allerlei andere kredietvormen beoordeeld, zoals *commercial paper*, *asset-backed securities* en onderhandse leningen (*Private Placement Rating*, PPR). Hoewel een bond rating primair gericht is op een specifieke obligatielening, hangt de kredietwaardigheid sterk af van de solvabiliteit van de onderneming als geheel. Daarom worden *bond ratings* doorgaans beschouwd als een solvabiliteitsindicator voor de gehele onderneming. De twee bekendste bond rating agencies zijn de Amerikaanse instellingen *Moody's Investors Service* (Moody's) en *Standard & Poor's Bond Rating Agency* (S&P). *Bond ratings* worden weergegeven met behulp van lettercodes. Deze codes zijn weliswaar verschillend bij beide agencies, maar hebben wel eenzelfde betekenis: AAA (S&P) en Aaa (Moody's) *ratings* worden gegeven aan ondernemingen met de laagste kans op wanbetaling. Via AA, A, BBB, BB (Aa, A, Baa, Ba) loopt de geschatte kredietwaardigheid terug tot C of D voor ondernemingen in staat van faillissement.

Bond ratings worden gebaseerd op een uitgebreide analyse van de onderneming. Niet alleen de financiële ratio's worden bekeken, maar

ook de kwaliteit van het management en de vooruitzichten van de markten waarop de onderneming opereert. De factoren waar bond rating-analisten naar kijken kunnen globaal worden ingedeeld naar *Business Risk* en *Financial Risk* (S&P, 1995).

Business Risk heeft met name betrekking op hoe de onderneming omgaat met haar omgeving:

- ontwikkelingen binnen de bedrijfstak;
- concurrentie: marketing, technologie en efficiency;
- de kwaliteit van het management.

Financial Risk heeft betrekking op de vermogens- en kostenstructuur van de onderneming:

- winstgevendheid;
- kapitaalstructuur;
- cash flow en liquiditeit.

Het centrale element in de analyse is de stabiliteit van de financiële positie. Hoe meer stabiliteit, hoe minder onzekerheid er is over de toekomstige aflossingen. De vraag is in hoeverre deze benodigde informatie te vinden is in het jaarverslag. De componenten van *Financial Risk* geven al aan dat accountinginformatie een significante rol speelt. Maar ook over *Business Risk* zal informatie te vinden zijn in het jaarverslag van de onderneming. Toch wordt in het algemeen de informatieve waarde van de jaarrekening voor solvabiliteitsbeoordeling laag ingeschat. Bij accountinggegevens zouden gebruikers met name geïnteresseerd zijn in toekomstgerichte informatie in plaats van in cijfers van verstreken boekjaren. Bovendien is men voor veel informatie afhankelijk van de *voluntary disclosure* (in Nederland bijvoorbeeld met betrekking tot de resultaatsegmentatie). De beperkte mate van inzicht in de solvabiliteit die de jaarrekening kan geven, is zelfs verwoord in de Nederlandse wet: in art. 362 Titel 9 BW 2 wordt inzicht in de solvabiliteit verlangd 'voor zover de aard van een jaarrekening dat toelaat'. Voor het beoordelen van de solvabiliteit zouden (bond rating) analisten dan ook grotendeels zijn aangewezen op andere informatiebronnen dan het jaarverslag. Gegeven deze notie is te verwachten dat in de praktijk het jaarverslag maar in beperkte mate voorziet in de informatie die nodig is voor solvabiliteitsbeoordeling.

Om de mate van *disclosure* omtrent solvabiliteitsinformatie te meten zal de verhouding tussen benodigde en verschafte informatie gekwantificeerd moeten worden. Hiertoe zal deels gebruik worden gemaakt van de technieken voor het meten van *voluntary disclosure*, zoals toegepast door Cooke (1991), Gray *et al.* (1995) en Meek *et al.* (1995).

Een belangrijk verschil met eerdere *disclosure*-onderzoeken is dat bij deze studie geen standaard checklist wordt gebruikt, maar dat Moody's *rating rationales* als uitgangspunt van de relevante informatie dienen. Een *rating rationale* is een verbale toelichting bij de door Moody's toegekende bond ratings. Hierin worden de belangrijkste factoren (dus de elementen van *Business* en *Financial Risk*) besproken die de bond rating van de betreffende onderneming hebben bepaald en zullen bepalen. De *rating rationales* hebben een vrije vorm, en volgen geen vast stramien van te beschrijven factoren. Deze *rationales* zijn vergelijkbaar met de meer bekende *sell-side* analyse-rapporten van financieel-analisten zoals die van Merrill Lynch, Morgan Stanley, et cetera. Het belangrijkste verschil is dat daar waar aandelenrapporten uitmonden in koop- of verkoopadviezen met betrekking tot de aandelen van ondernemingen (*Buy, Sell*), de *rating rationale* de mate van kredietkwaliteit van ondernemingen omschrijft. De methodologische verschillen ten opzichte van het gebruiken van de standaard-checklisten zullen in de volgende paragraaf besproken worden.

3 De onderzoeksofzet

Bij de *disclosure*-onderzoeken van de eerder genoemde auteurs wordt binnen een verzameling van geselecteerde jaarverslagen per jaarverslag een *disclosure rate* berekend. Hiervoor wordt een checklist samengesteld van informatie-elementen die relevant worden geacht voor gebruikers, maar waarvoor geen plicht bestaat om die informatie in het jaarverslag op te nemen. Voorbeelden hiervan zijn segmentatie van het resultaat, aandelenkoersinformatie en informatie over het personeelsbestand (Gray *et al.*, 1995). Voor ieder geselecteerd jaarverslag wordt de checklist ingevuld, waarbij per informatie-element wordt aangegeven of deze informatie in het jaarverslag wordt verstrekt. De *disclosure rate* wordt dan berekend als de propor-

tie van verschafte informatie ten opzichte van de totale lijst van informatie-elementen.

Verschillen van de gebruikte onderzoeksofzet met de hierboven beschreven *disclosure*-onderzoeken zijn voornamelijk op drie punten terug te voeren:

- a. specifieke checklisten per onderneming in plaats van één generieke checklist;
- b. een hoger detailniveau van de checklistpunten;
- c. checklistpunten worden opgenomen op basis van de daadwerkelijke informatiebehoefte in plaats van het onderscheid *voluntary/mandatory*.

Ad a.: Een belangrijk kenmerk van de in dit artikel voorgestelde methodiek is dat voor ieder jaarverslag *niet* dezelfde standaardchecklist wordt gehanteerd. Door de *disclosure* af te meten aan de informatie die in de *rating rationales* wordt vermeld, is de relevante informatie nauwkeuriger te benaderen voor iedere afzonderlijke onderneming. Gray onderkent het verschil in relevantie van bepaalde informatie tot op zekere hoogte door voor bepaalde checklistpunten ook de score 'niet van toepassing' toe te staan. Voor een onderneming die geen activiteiten op het gebied van R&D heeft, is de afwezigheid van R&D-toelichting immers geen gebrek aan *disclosure*. Voor andere factoren kan echter het belang per onderneming sterk verschillen. In Gray's methodiek is de *disclosure rate* echter ongewogen in dit opzicht. In de *rating rationales* worden echter alleen die factoren genoemd die het meest relevant zijn voor de bepaling van de rating voor de betreffende onderneming. Hierbij blijkt bijvoorbeeld dat *rating rationales* vrijwel nooit informatie bevatten die vallen onder Gray's categorieën 'information about directors', 'employee information', 'social policy', 'value added information' en 'stock price information'. Kennelijk vormen deze categorieën niet de *key factors* die de bond rating bepalen. Derhalve zou *disclosure* hieromtrent ook niet meegeteld moeten worden bij het meten van de informatiewaarde van jaarverslagen voor rating-analisten.

Ad b.: Bij conventioneel *disclosure*-onderzoek wordt alleen de vermelding van informatie gemeten. In de *rating rationales* wordt er echter niet alleen verwezen naar bepaalde factoren, maar worden deze ook inhoudelijk besproken. Dit heeft tot gevolg dat de informatie in de *rating rationale*

in tegenspraak kan zijn met de informatie in het jaarverslag. De statistische verwerking van dit verschijnsel in de disclosure rate wordt in de volgende paragraaf besproken.

Ad c.: Het onderscheid tussen *mandatory* en *voluntary disclosure* speelt geen rol bij dit onderzoek. Vanuit de optiek van de gebruiker is dit onderscheid niet relevant: wanneer het jaarverslag relevante informatie verschaft heeft het jaarverslag informatiewaarde, onafhankelijk of de disclosure verplicht of vrijwillig is.

De onderzoeksopzet kent de volgende stappen:

- het uiteenrafelen van iedere rating rationale in losse informatie-elementen;
- het traceren van ieder informatie-element in het jaarverslag van de onderneming;
- het berekenen van de *disclosure rate* per onderneming.

De teksten van de geselecteerde *rating rationales* werden opgedeeld in zo klein mogelijke stukjes informatie. Dit zijn veelal losse zinnen, bijvoorbeeld 'Moody's A1 rating for Asahi Glass Co. recognizes the company's leading position in the global glass industry.', maar wanneer de zin opsommingen van factoren of argumenten bevatte, werden deze afzonderlijk onderkend. Vervolgens werd ieder stukje informatie uit de rationale aangesloten op het jaarverslag. Hierbij startte de 'zoektocht' bij het gedeelte van het jaarverslag waarin het meest waarschijnlijk de informatie te vinden is. Wanneer de informatie daar niet te vinden was, werden de andere delen van het jaarverslag gelezen. De vermelding in het jaarverslag moet nauwkeurig aansluiten op de tekst in de rationale. Bijvoorbeeld, daar waar de rating rationale over Eli Lilly stelt 'Lilly is one of the leaders among R&D-based pharmaceutical companies' is een bespreking van de marktpositie van Lilly in het algemeen niet voldoende om als *disclosed* mee te tellen. Pas wanneer het leiderschap expliciet wordt genoemd is er sprake van een *hit*.

Omdat accountinggegevens zoals winst en kapitaalstructuur altijd in het jaarverslag vermeld worden, zou men verwijzingen naar deze factoren in de rationale vrijwel altijd als 'vermeld in het jaarverslag' kunnen classificeren. In de rationales wordt er echter doorgaans een interpretatie

gegeven van deze factoren, bijvoorbeeld dat de kosten zijn gedaald door een kostenbesparingsprogramma (cost reduction program). Daarom tellen alleen expliciete vermeldingen van deze interpretatie mee als 'hit'.

Wanneer een referentie in het jaarverslag werd gevonden, werd de 'vindplaats' (het gedeelte van het jaarverslag) vastgelegd. Wanneer de informatie op meer plaatsen in het jaarverslag werd gevonden, werden alle vindplaatsen vastgelegd; voor de disclosure rate wordt er echter geen onderscheid gemaakt tussen een enkele vermelding of meer vermeldingen van dezelfde informatie.

Bij deze methode kan dus ieder stukje informatie in een van de volgende vier klassen worden ingedeeld:

Vermeld: De informatie is te vinden in het jaarverslag.

Niet gevonden: De informatie is niet te vinden in het jaarverslag. Omdat de zoekstrategie niet kan waarborgen dat het gehele jaarverslag wordt gelezen, kan niet bewezen worden dat de informatie niet in het jaarverslag staat. Zelfs al zou het jaarverslag de informatie echter toch bevatten, dan zou het toch getuigen van een slechte disclosure, aangezien het niet te vinden is in de gedeeltes waar men de informatie zou verwachten. Overigens bleek door de veelheid van informatiestukjes per rationale dat de meeste jaarverslagen in hun geheel werden gelezen.

Tegengesproken: In sommige gevallen waren de rationale en het jaarverslag met elkaar in tegenspraak.

Onduidelijk: Sommige stukjes informatie waren moeilijk in een van de overige drie klassen in te delen. Sommige informatie was bijvoorbeeld alleen impliciet 'tussen de regels door' in het jaarverslag te lezen.

4 De data

Uit Moody's publicaties Euromarket Credit Opinions van januari 1995 en juli 1995 werd een steekproef van drieëndertig ondernemingen genomen, afkomstig uit de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk, Japan, Duitsland, Zwitser-

land, Nederland en België. Alle geselecteerde ondernemingen zijn *industrials*. Financiële instellingen zijn buiten beschouwing gelaten omdat de rating-methodes van Moody's voor *financials* enigszins afwijken van die voor *industrials*. Deze selectie was gestratificeerd op de beschikbaarheid van jaarverslagen over 1994 in de universiteitsbibliotheek van de Katholieke Universiteit Brabant. Dit beperkt de representatie van de streekproef tot multinationals. Voor boekjaren eindigend op 31 december werd de rationale van juli 1995 gebruikt; voor eerdere balansdata binnen het jaar 1994 werd de rationale van januari 1995 gebruikt. Voor de geselecteerde Amerikaanse ondernemingen werd naast de papieren jaarverslagen ook de SEC filings Form 10-K gedownload van de EDGAR-database.

5 De resultaten

De drieëndertig rationales werden onderverdeeld in 351 stukjes informatie. De frequentieverdeling over de vier klassen zijn opgenomen in Tabel 1.

Tabel 1: Resultaten

Klasse	Aantal	
Vermeld	225	64%
Tegengesproken	27	8%
Onduidelijk	28	8%
Niet gevonden	71	20%
Totaal	351	100%

Uit Tabel 1 kan worden afgeleid dat meer dan de helft van de informatie te vinden is in het jaarverslag. Slechts voor een klein gedeelte gaven de Form 10-K filings informatie die niet in het papieren jaarverslag was te vinden. Het percentage van vermelde informatie bedraagt 64%, met een 95%-betrouwbaarheidsinterval van dit percentage voor de gehele populatie van rating rationales van 59-69%.

5.1 De disclosure rate

In de conventionele disclosure-onderzoeken wordt de *disclosure rate* berekend als de proportie van het aantal elementen van informatie die vermeld worden in het jaarverslag ten opzichte van het totaal aantal informatie-elementen op de

checklist. Voor het onderhavige onderzoek betekent dit dat ieder element in de klasse Vermeld een bijdrage in de score van 1 krijgt, en Niet gevonden een bijdrage van 0.

Zoals al eerder vermeld kan het binnen de hier toegepaste onderzoeksopzet voorkomen dat informatie wordt tegengesproken. In de conventionele disclosure-onderzoeksmethode komt dit niet voor; hiermee zal dus rekening moeten worden gehouden bij het berekenen van de disclosure rate. Men zou de tegengesproken informatie ook als *disclosed* kunnen beschouwen, want, het feit dat opsteller en gebruiker het kennelijk niet met elkaar eens zijn, doet niets af aan het feit dat de onderneming hieromtrent informatie verschafft. Aan de andere kant zou men kunnen stellen dat deze tegenspraak negatief bijdraagt aan de oordeelsvorming voor de gebruiker. Voor een conservatieve schatting van de disclosure rate levert deze klasse een bijdrage aan de disclosure rate van -1. Om dezelfde reden is de bijdrage van de klasse Onduidelijk nul.

De disclosure rate zoals gebruikt door Gray en Meek zijn ongewogen, en houden dus geen rekening met het relatieve belang van verschillende soorten informatie. In deze studie wordt wel een weging gemaakt op basis van het relatieve belang van informatie. Om aan ieder stukje informatie een weging te geven wordt gebruik gemaakt van de resultaten van een *content analysis* op 173 rating rationales (zie Kamp, 1998). Hierbij werd de inhoud van de rationales geëvalueerd in 31 groepen van factoren, zoals marktpositie, concurrentie, conjunctuur, winstgevendheid en liquiditeit. Voor iedere factor werd gemeten in hoeveel van de rationales hiernaar referenties werden gemaakt. Verondersteld wordt dat indien een factor in veel rationales genoemd wordt, deze factor over het algemeen belangrijker is dan een factor die veel minder vaak genoemd wordt. De wegingsfactor wordt nu bepaald als de proportie van het aantal rationales waarin de factor genoemd wordt ten opzichte van het totaal aantal onderzochte rationales. Bijvoorbeeld, binnen de set van 173 rationales wordt in 112 rationales de marktpositie van de onderneming besproken. De wegingsfactor is derhalve $112/173 = 0.65$. De wegingsfactor heeft dus een waarde tussen 0 en 1. Voor sommige factoren blijkt dat de veronderstelling van het verband tussen

vermelding in de rationale en relevantie onjuist te zijn (bijvoorbeeld voor bedrijfstakspecifieke factoren). Voor deze factoren wordt een neutrale wegingsfactor van 0.5 gebruikt.

Voor ieder jaarverslag werd de disclosure rate berekend volgens de volgende formule:

$$disclosure\ rate = \frac{\sum_{i=1}^n discl.\ bijdrage_i \times wegingsfactor_i}{\sum_{i=1}^n wegingsfactor_i}$$

waar *discl. bijdrage* = 1 voor Vermeld, -1 voor Tegengesproken, en 0 voor Onduidelijk en Niet gevonden; *n* is het aantal stukjes informatie per rationale; de *wegingsfactor* is afgeleid uit de *content analysis* (Kamp, 1998), waarbij informatie-element *i* is toegewezen aan de bijbehorende factor uit de *content analysis*. De disclosure rate kan waarden aannemen tussen -1 en 1. Een waarde van -1 zou betekenen dat alle informatie in de rationale in tegenspraak is met de informatie in het jaarverslag. Een waarde van 1 betekent dat alle informatie in de rating rationale is terug te vinden in het jaarverslag. Een waarde rond 0 kan betekenen dat niets van de informatie in de rationale is terug te vinden in het jaarverslag, of dat de klassen Vermeld en Tegengesproken elkaar compenseren.

De gemiddelde disclosure rate van de 33 jaarverslagen bedraagt 0.55. De invloed van de wegingsfactoren blijkt beperkt te zijn: zonder weging bedraagt de disclosure rate 0.56. Voor de afzonderlijke jaarverslagen heeft de weging wel grote invloed. De hoogste waarde bedraagt 0.94 (General Electric); de laagste waarde is -0.10 (Bayer, veroorzaakt door twee tegenspraken over de winst, waarbij de winst de hoogste wegingsfactor heeft (0.79)). Ten opzichte van een ongewogen disclosure rate is er per jaarverslag gemiddeld een verschil van 0.10. Het 95%-betrouwbaarheidsinterval is dan ook ruimer dan op geaggregeerd en ongewogen niveau, namelijk 0.47-0.63.

Op basis van de proportie van de klasse Vermeld zoals in Tabel 1 lijkt de aanvankelijke verwachting dat minder dan de helft van de benodigde informatie in het jaarverslag te vinden is, niet uit te komen: het 95% betrouwbaarheidsinterval ligt geheel boven 50%. Wanneer echter

rekening wordt gehouden met de afbreuk aan informatiewaarde door tegenspraken tussen rationale en jaarverslag valt de afkapgrens van 50% wel in het 95% betrouwbaarheidsinterval van de disclosure rate. De kans dat de gemiddelde disclosure rate in de gehele populatie onder de 50% ligt is ca. 5,4%.

Om de mate van disclosure meer diepgaand te analyseren, zal nu worden ingegaan op de 'vindplaatsen' van de informatie binnen het jaarverslag.

5.2 Waar in het jaarverslag is de informatie te vinden?

In Tabel 2 is de verdeling van de klasse Vermeld over de diverse onderdelen van het jaarverslag weergegeven.

Tabel 2: Verdeling van de klasse Vermeld over de diverse onderdelen van het jaarverslag

Gedeelte van het jaarverslag	Aantal elementen
Achterkant van het voorblad	19
Chairman's Statement	80
Board of Directors	2
Beschrijving van divisies in het directieverslag	59
Toekomstparagraaf	4
Management's Discussion Analysis (MD&A)	53
Segmentatiegegevens	7
Balans	7
Resultatenrekening	5
Kasstroomoverzicht	9
Toelichting	9
Overige gegevens	2
Meerjarenoverzicht	1
Totaal	257

N.B.: Het totaal aantal elementen is groter dan het aantal elementen in de klasse Vermeld doordat sommige informatie op meerdere plaatsen in het jaarverslag te vinden is.

Uit Tabel 2 blijkt dat de meeste informatie te vinden is in het 'verbale' gedeelte van het jaarverslag. Relatief weinig stukken informatie uit de rating rationales zijn uitsluitend in de jaarrekening terug te vinden. Voorbeelden hiervan zijn met name achtergronden van gerechtelijke claims

jegens de onderneming. Hieromtrent is meestal slechts in de toelichting op de balans informatie te vinden. Als men de scores uit Tabel 2 beschouwt als een indicatie van het relatieve belang van de verschillende onderdelen van het jaarverslag, zijn de bevindingen tegenstrijdig met de resultaten van Vergoossen's onderzoek (1993). Op basis van een enquête onder financieel-analisten vond Vergoossen dat de jaarrekening belangrijker wordt geacht dan de andere onderdelen van het jaarverslag. Dit verschil in uitkomsten zou verklaard kunnen worden uit het verschil in opzet van onderzoek. Omdat het directieverslag in aanmerkelijk mindere mate wordt gecontroleerd door de externe accountant dan de jaarrekening, zouden analisten de betrouwbaarheid van het directieverslag lager kunnen achten, en daarom hun oordeel bij voorkeur baseren op andere, objectievere informatiebronnen. Ook Moody's heeft uiteraard toegang tot allerlei informatiebronnen buiten de onderzochte onderneming. Dit heeft dan tot gevolg dat het directieverslag conform de bevindingen van Vergoossen niet als een zeer belangrijke informatiebron geldt. Dat desalniettemin het oordeel van de rating-analisten meestal wel overeenkomt met de stellingen in het directieverslag geeft aan dat de informatie in het directieverslag doorgaans wel overeenstemt met de andere – objectievere – informatiebronnen. Derhalve bevat het directieverslag wel degelijk relevante informatie, wat het onderwerp van onderzoek is in dit artikel.

5.3 Een internationale vergelijking

De resultaten zoals gepresenteerd in Tabel 1 kunnen worden uitgesplitst per land. Op basis van verschillen in regelgeving zou de verstrekte informatie per land kunnen verschillen. Dit zou met name het geval zijn indien er internationaal een verschil is tussen de vereiste disclosure van informatie die specifiek van belang is voor solvabiliteitsbeoordeling. Op voorhand is echter te verwachten dat weinig informatie uitsluitend bestemd is voor solvabiliteitsbeoordeling. Immers, zoals al uit de informatiebehoefte van de bond rating-analisten blijkt, wordt de solvabiliteit grotendeels beoordeeld op algemene factoren zoals winstcapaciteit en de economische omgeving van de onderneming. In de Nederlandse regelgeving zijn dan ook weinig directe verwijzingen naar solvabiliteitsbeoordeling te vinden.

Enkele voorbeelden zijn de toelichting van achterstelling van schulden (artikel 375:3 en 4, Titel 9 BW 2) en hoofdelijke aansprakelijkheid (artikel 376 Titel 9 BW 2).

Omdat uit Tabel 2 blijkt dat met name *Management's Discussion & Analysis* (MD&A) een belangrijke bron van informatie is, zijn daarom alleen de verschillen in regelgeving omtrent de MD&A in kaart gebracht voor de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk, Duitsland en Japan.

De Verenigde Staten: Hoewel de regelgeving omtrent de financiële verslaggeving in de VS grotendeels wordt vastgesteld door de FASB, is de regelgeving omtrent de MD&A geregeld in *Regulation S-K* van de SEC. Deze *standard* bevat uitgebreide regels omtrent de beschrijving van de bedrijfsvoering en financiële positie van de onderneming. *Regulation S-K* probeert zo *disclosure* te bereiken van alle informatie die van belang *zou kunnen zijn* voor de gebruiker.

Het Verenigd Koninkrijk: In de *Accounting Standards* van de ASB is een afzonderlijk *statement* opgenomen over de *Operating and Financial Review*. Dit *statement* is niet een *standard*, en niet dwingend, maar is bedoeld als een handreiking aan de opstellers voor het bepalen welke informatie thuis hoort in een bespreking van de *performance* van de onderneming en haar financiële positie. Inhoudelijk is dit *statement* vergelijkbaar met *Regulation S-K*.

Duitsland: De vereisten omtrent de MD&A zijn in Duitsland uitermate beperkt. Alleen in het *Handelsgesetzbuch* 10 § 289 *Lagebericht* komt de MD&A aan de orde. De inhoud van dit artikel komt sterk overeen met het Nederlandse artikel 391 Titel 9 BW2 voor het jaarverslag. Daar waar in Nederland in aanvulling op dit bescheiden artikel de RJ nog enkele nadere aanbevelingen doet omtrent het jaarverslag, bestaat iets dergelijks niet in Duitsland. Hoewel in Duitsland de jurisprudentie relatief een belangrijker rol speelt dan in Nederland, is het niet waarschijnlijk dat hierin nadere vereisten voor het jaarverslag blijken. De Duitse jurisprudentie is voornamelijk fiscaal georiënteerd, en het jaarverslag heeft – normaliter – geen fiscaal karakter.

Japan: Over de regelgeving van de jaarver-

slaggeving in Japan is weinig literatuur beschikbaar. Cooke (1991) is een van de weinigen die *voluntary disclosure* voor Japanse ondernemingen heeft onderzocht. De basis van regelgeving voor de verslaggeving is de *Commercial Code*, die van toepassing is voor alle ondernemingen. Voor beursgenoteerde ondernemingen geldt daarnaast de *Securities and Exchange Law* (SEL). Hoewel jaarverslagen opgesteld conform de SEL veelal gedetailleerder zijn dan die opgesteld zijn conform de *Commercial Code*, hebben deze slechts een formeel karakter, en worden zelden aan aandeelhouders gezonden. Nobes & Parker (1995) beschrijven kort de inhoud van de SEL. Hierin wordt relatief veel informatie verlangd over gekwantificeerde prognoses van investeringen, productie en *cash flows* voor de periode van zes maanden na balansdatum. Naast deze publicaties in het Japans stellen enige ondernemingen ook jaarverslagen in het Engels op. Deze jaarverslagen zijn niet gebaseerd op de *Commercial Code* of de SEL, maar bevatten informatie waarvan de opstellers veronderstellen dat ze nuttig zijn voor de gebruikers.

Uit bovenstaand overzicht blijkt dat er een aanzienlijk verschil bestaat in de verplichting en detaillering van de MD&A in de besproken landen. De regelgeving in de US is dwingend en uitgebreid. Omdat in het VK de *statement on Operating and Financial Review* niet verplicht is, zou men daar de gehele MD&A als *voluntary* kunnen beschouwen. Hoewel er in Japan wel enige verplichtingen bestaan, is het de vraag of deze jaarverslagen als publicaties voor de internationale kapitaalmarkt beschouwd kunnen worden. Voor de meeste lezers zal de Japanse taal een onoverkomelijke barrière zijn. De Engelse vertalingen zijn vormvrij en derhalve volledig *voluntary*. Omdat de Duitse regelgeving zeer ruim gedefinieerd is, is de toetsing of een bepaald jaarverslag hieraan voldoet nauwelijks objectief. Welke informatie valt wel of niet onder het kopje 'de gang van zaken gedurende het boekjaar'? Omdat het jaarverslag (directieverslag) normaliter niet door de accountant wordt gecontroleerd, bestaan hiervoor nauwelijks normen.

Gegeven deze verschillen zou een grote mate van *disclosure* te verwachten zijn voor ondernemingen uit de VS. Dat Japanse ondernemingen naast de verplichte Japanse publicaties ook in het

Engels jaarverslagen opstellen getuigt van een bereidheid tot disclosure. De Britse en vooral de Duitse regelgeving laten veel ruimte over voor non-disclosure. De disclosure rates van de vier landen zijn opgenomen in Tabel 3.

Tabel 3: internationale vergelijking

	USA	Japan	UK	Duitsland
Aantal jaarverslagen	12	5	7	5
Aantal elementen	136	61	78	43
Vermeld	66%	60%	70%	48%
Tegengesproken	6%	7%	6%	9%
Onduidelijk	7%	5%	8%	7%
Niet gevonden	21%	28%	16%	37%
<i>Disclosure rate</i>	63%	49%	54%	42%
(standaarddeviatie)	(15%)	(19%)	(17%)	(20%)

Hoewel Tabel 3 suggereert dat de disclosure rate in Duitsland lager is dan in de andere landen, is de variantie (standaarddeviatie) per land te groot om dit te kunnen concluderen. Uit deze analyse blijken dus geen structurele verschillen in disclosure tussen de onderzochte landen met betrekking tot de informatie die Moody's het meest relevant acht.

5.4 Niet gevonden informatie

De meeste informatie-elementen die niet in het jaarverslag te vinden waren zijn in te delen in de categorieën Marktpositie (marktaandeel), Kostenstructuur, Winst (o.a. winstniveau ten opzichte van directe concurrenten), Concurrentie (toenemend, prijsconcurrentie, etc.), Garantstel-

Tabel 4: Relatieve disclosure per categorie

	Niet gevonden	Vermeld	Totaal
Marktpositie	14	19	33
Kostenstructuur	10	20	30
Winst	7	22	29
Concurrentie	4	10	14
Garantstellingen	4	-	4
Conjunctuur	4	18	22
Cycliciteit	3	1	4
Overnames	3	5	8
Hefboomwerking	4	16	20

lingen, Conjunctuur, Cycliciteit, Overnames en Hefboomwerking (*leverage*). Om te bepalen of deze non-disclosure structureel is voor deze categorieën, zijn in Tabel 4 de aantallen Niet gevonden vergeleken met de aantallen Vermeld binnen dezelfde categorie.

Het aantal waarnemingen per categorie is te klein om statistische uitspraken te doen. De tabel suggereert dat de disclosure over garantstellingen relatief beperkt is, en dat de disclosure over het winstverloop goed aansluit op de informatiebehoefte van Moody's, aangezien het aantal Niet gevonden relatief klein is. Men zou daarop kunnen concluderen dat waar de frequentie Niet gevonden relatief hoog is, de verslaggeving hieromtrent verbeterd zou kunnen worden. Er zijn echter ook triviale redenen aan te geven waarom bepaalde informatie wel in de rationale staat, maar niet in het laatst verschenen jaarverslag. Zo waren grote overnames door Dow Chemical en W.R. Grace niet in het jaarverslag te vinden doordat deze gebeurtenissen vlak na publicatie plaatsvonden. Een dergelijke non-disclosure is uiteraard niet een omissie in het jaarverslag maar vloeit inherent voort uit de aard van periodieke verslaggeving. Het illustreert dat de financiële positie van ondernemingen sneller kunnen wijzigen dan dat de jaarverslaggeving kan bijhouden. Vaak wordt deze informatieachterstand beperkt door halfjaar- en kwartaalberichten. Deze publicatievormen zijn in dit onderzoek buiten beschouwing gelaten.

5.5 Tegengesproken informatie

In een aantal gevallen spreken Moody's en het jaarverslag elkaar tegen. Deze tegenspraken vloeien voort uit verschillende oorzaken. In sommige gevallen bestaat er onenigheid over de vooruitzichten van de onderneming. Vaak – maar niet altijd! – is Moody's pessimistischer dan het management. In andere gevallen komen de vermelde procentuele verdelingen of veranderingen van omzet en winst en dergelijke niet met elkaar overeen. Dit kan voortvloeien uit correcties in de accountingcijfers (zie Kamp, 1998).

6 Samenvatting en conclusies

Bij empirisch accountingonderzoek naar (voluntary) disclosure in financiële jaarverslagen wordt vaak naar informatie-elementen gekeken

waarvan men a priori veronderstelt dat deze informatie relevant is voor de gemiddelde gebruiker van jaarverslagen. Analyserapporten van financieel-analisten kunnen echter inzicht geven in de werkelijke informatiebehoefte van deze groep van gebruikers over specifieke ondernemingen. Door de disclosure van deze informatie in het jaarverslag van deze ondernemingen te meten ten opzichte van de informatiebehoefte van de analisten, kan een nauwkeurigere schatting gemaakt worden van de informatiewaarde van het jaarverslag.

In dit onderzoek is deze benadering toegepast op de *bond rating rationales* zoals opgesteld door Moody's. In deze *rationales* worden de achtergronden van Moody's oordeel over de kredietkwaliteit van specifieke ondernemingen beschreven. De grondslag voor het vaststellen van de *bond ratings* omvat zowel financiële aspecten van de onderneming, als meer kwalitatieve omgevingsfactoren, zoals de marktpositie van de onderneming en de conjunctuur. Doordat de rating-analyse niet gebaseerd is op vaste checklists verschilt de nadruk op de diverse factoren van onderneming tot onderneming.

Een selectie van drieëndertig rationales is ontleed in de afzonderlijke stukken informatie. Vervolgens werd vastgesteld of elk van deze stukken informatie is vermeld in het meest recente jaarverslag. Op basis van de gemeten disclosure per informatie-element werd voor iedere onderneming (oftewel jaarverslag) een *disclosure rate* berekend waarbij rekening wordt gehouden met het relatieve belang van de informatie. De resultaten laten zien dat ruim meer dan de helft van de informatie uit de rationale is terug te vinden in het meest recente jaarverslag. Vergeleken met de in de praktijk levende notie dat het jaarverslag slechts in beperkte mate informatief is voor vermogenverschaffers, is deze score hoog te noemen. Wanneer het aantal tegenspraken tussen rating rationale en jaarverslag wordt verrekend met het aantal disclosures resulteert dit in een gemiddelde disclosure rate die weliswaar boven de 50% ligt, maar waarvan het 95%-betrouwbaarheidsinterval ook de mogelijkheid openlaat dat de gemiddelde score in de gehele populatie net onder de 50% ligt. Wanneer de resultaten worden beschouwd vanuit de 'vindplaatsen' in het jaarverslag, blijkt dat met

name het 'verbale' gedeelte (directieverslag/ MD&A) de meeste informatie te bieden heeft.

De disclosure rate varieert tussen ondernemingen, maar een internationale vergelijking van jaarverslagen uit Amerika, Groot-Brittannië, Duitsland en Japan laat geen structurele verschillen zien, hoewel de regelgeving in deze landen sterk van elkaar verschilt. Daar waar de Amerikaanse regelgeving gedetailleerd en dwingend is, laat de Britse en vooral de Duitse regelgeving veel ruimte over voor non-disclosure. Dat 'wereldwijd' toch een gemiddeld hoge disclosure gemeten is, wekt de indruk dat de mate van disclosure niet zo zeer wordt bepaald door de vigerende regelgeving, maar dat opstellers zich meer laten leiden door de wensen van de gebruikers.

LITERATUUR:

- Cooke, T.E., (1991), An Assessment of Voluntary Disclosure in the Annual Reports of Japanese Corporations, *The International Journal of Accounting*, 26, pp.174-189.
- Gray, S.J., G.K. Meek, C.B. Roberts, (1995), International Capital Market Pressures and Voluntary Annual Report Disclosures by U.S. and U.K. Multinationals, *Journal of International Financial Management and Accounting*, 6, pp. 43-65.
- Kamp, B., (1998), Het meten van de kapitaalstructuur in de praktijk, *MAB*, 72, pp. 430.
- Kamp, B., (1998), *Solvency Assessment and Annual Reporting*, Tilburg University Press.
- Meek, G.K., C. Roberts, B. Clare, S. Gray, (1995), Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures by U.S., U.K. and Continental European Multinational Corporations, *Journal of international business studies*, 26, pp. 555-572.
- Nobes, C., R. Parker, (1995), *Comparative international accounting*, New York, Prentice Hall.
- Standard & Poor's Ratings Services, (1995): *Ratings criteria*, Internet: <http://www.ratings.standardpoor.com/criteria.htm>
- Vergoossen, R.G.A., (1993), The use and perceived importance of annual reports by investment analysts in the Netherlands, *European Accounting Review*, pp. 219-244.