

Risicorapportering in prospectussen van Belgische IPO's

Annelies Lambrechts

promotor :
Prof. dr. Sigrid VANDEMAELE

UNIVERSITEIT HASSELT

FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN

**Risicorapportering in de prospectussen van
Belgische IPO's**

Masterproef voorgedragen tot het
behalen van master in de toegepaste
economische wetenschappen –
accountancy en finance

Door: Annelies Lambrechts

Promotor: Prof. Dr. S. Vandemaele

2010

Voorwoord

Deze eindverhandeling schreef ik voor het behalen van mijn eind diploma Toegepaste Economische Wetenschappen aan de universiteit van Hasselt. Aangezien ik dit niet zonder de hulp van enkele personen had gekund, wil ik op deze manier mijn dank aan hen betuigen.

Eerst en vooral wil ik mijn promotor Prof. Dr. S. Vandemaele bedanken. Dankzij haar deskundige uitleg, aanbevelingen en feedback is deze eindverhandeling tot een goed eind gekomen. Ook mijn oom B. Vandekerckhove wil ik bedanken voor het nalezen van dit werk.

Daarnaast wil ik ook mijn ouders bedanken dat zij mij de kans gegeven hebben om deze studie aan te vatten en dat ze mij, samen met mijn broers en oma, onophoudelijk hebben gesteund. Als laatste wil ik Martijn bedanken voor zijn luisterend oor en aanmoedigende woorden.

Annelies Lambrechts

Samenvatting

De laatste jaren wordt er meer en meer belang gehecht aan informatieve en transparante risicorapportering. Eveneens genereren concepten als risicomanagement en risicobeleid veel aandacht in de internationale financiële kringen. De verhoogde interesse in risicorapportering heeft mede zijn oorsprong gevonden in de vele accountingschandalen van de laatste jaren, zoals Enron en Lernaut & Houspie. Deze gebeurtenissen hebben ook invloed gehad op de regelgeving omtrent risicorapportering.

In 2003 en 2004 zijn respectievelijk, de nieuwe Prospectusrichtlijn en Prospectusverordening, uitgegeven. De Prospectusrichtlijn heeft als doel om ervoor te zorgen dat potentiële beleggers met kennis van zaken investeringsbeslissingen kunnen nemen door het verkrijgen van adequate en objectieve informatie in de prospectus. Een tweede doel van de Prospectusrichtlijn is het waarborgen van de efficiëntie van de markt. De Prospectusverordening is opgesteld om de ondernemingen een leidraad te geven van de uitvoering van de Prospectusrichtlijn, zoals bijvoorbeeld, de in de prospectus te verstrekken informatie en de vormgeving van de prospectus. In deze verordening wordt er ook aandacht gegeven aan het verplicht op te nemen deel, de risicosectie. Elke onderneming die een beursintroductie ondergaat moet verplicht rapporteren over haar risico's. Door de Prospectusverordening wordt de ondernemingen opgelegd dat ze zowel over de risico's verbonden aan haar bedrijfsactiviteiten als de risico's verbonden aan haar effecten moet rapporteren. Na 40 risicosecties van prospectussen van Belgische IPO's tussen de periode van 2005 en 2009 te onderzoeken is er vastgesteld dat er standaardisering is van risicorapportering. De risico's in verband met de bedrijfsactiviteiten worden door de meerderheid van de ondernemingen uitvoerig beschreven. De risico's verbonden aan de effecten worden daarentegen minder uitvoerig besproken. Dit onderdeel van de prospectussen is in de meeste gevallen op dezelfde manier uitgewerkt en omschreven.

Het doel van dit onderzoek is dan ook om te onderzoeken over welke risico's ondernemingen rapporteren in hun prospectussen. Daarnaast wordt er ook nagegaan welke

bedrijfsdeterminanten, zoals de bedrijfsgrootte en de bestaansduur, invloed hebben op de mate van risicorapportering.

Andere redenen waarom concepten zoals risico, risicobeleid, risicomanagement en risicorapportering de laatste jaren veel aandacht genieten, is dat door deze op een goede manier te behandelen zowel de ondernemingen als derden hier voordeel uit kunnen halen. Een eerste voordeel van accurate en betrouwbare risicorapportering is de daling van informatie-asymmetrie tussen de ondernemingen en derden. Door meer en correcte risico-informatie te rapporteren krijgen potentiële aandeelhouders een beter beeld van de risico's van de onderneming en kunnen hierdoor betere investeringsbeslissingen nemen. Een ander voordeel is dat goede risicorapportering ervoor kan zorgen dat er een daling is van de kapitaalkost en het aantrekken van kapitaal eenvoudiger wordt. Ook kan een goede risicorapportering leiden tot het verbeteren van de reputatie van de onderneming.

Het onderzoek is uitgevoerd op een steekproef van 40 Belgische IPO's die genoteerd zijn op één van de markten van Euronext tijdens de periode van 2005 tot 2009. Een inhoudsanalyse is toegepast om de hoeveelheid risicogerelateerde informatie in de prospectussen te meten. Allereerst is er een coderingsschema opgesteld, gebaseerd op onderzoeken van Deumes (2008) en Michiels, Vandemaele en Vergauwen (2009), dat vervolgens werd gebruikt om het aantal risicogerelateerde zinnen te meten en de bedrijven een score te geven van de totale risicorapportering. Deze scores werden vervolgens gebruikt om na te gaan of enkele bedrijfsdeterminanten een significante invloed hebben op de mate van rapportering.

Door toepassing van de F-test, T-test, Pearson's Correlatiecoëfficiënt en Multipelle regressie kunnen de volgende conclusies worden getrokken. De resultaten van de enkelvoudige analyses tonen dat er vijf variabelen een significante relatie vertonen met de mate van risicorapportering. Deze variabelen zijn: de industrie waartoe de onderneming behoort; de totale schuldgraad van de onderneming; het type aanbod; de leeftijd van de onderneming en de aanwezigheid van een risicocomité of risicomanagement. Er is dus een positieve relatie tussen de mate van risicorapportering en het actief zijn in een risicovolle sector. Ook de bestaansduur en de aanwezigheid van een risicomanagement hebben een significante positieve relatie met de

mate van risicorapportering. Wanneer de onderneming een primair aanbod uitgeeft zal dit ook leiden tot het rapporteren van meer risico's dan wanneer het een secundair aanbod is. De schuldgraad heeft in tegenstelling tot de verwachte positieve relatie, een negatief verband met de mate van risicorapportering.

Op basis van de regressieanalyse is het belangrijkste resultaat de significante positieve relatie tussen de aanwezigheid van een risicomanagement of risicocomité en de mate van risicorapportering. De ondernemingsgrootte wordt ook als significant aangeduid. Het getoonde verband is negatief, wat erop duidt dat kleinere ondernemingen meer aan risicorapportering doen. Op basis van de resultaten zouden we suggereren dat de regelgeving omtrent risicomanagement aangepast wordt, gezien slechts 18 van de 40 onderzochte ondernemingen een risicomanagement of comité bezitten. Wanneer de regelgevers de aanwezigheid van een risicomanagement of risicocomité verplichten bij alle beursintroductions wordt verwacht dat de risicorapportering bij de ondernemingen aanzienlijk zal stijgen. Hierdoor zijn de potentiële investeerders beter geïnformeerd en kunnen zij betere investeringsbeslissingen nemen.

Inhoudsopgave

Voorwoord

Samenvatting

1 Probleemstelling en werkwijze	p. 8
1.1 Praktijkprobleem	p. 8
1.2 Onderzoeksdoelen	p. 9
1.3 Onderzoeksvragen	p. 9
1.4 Methodologie	p. 10
2 Risico	p. 12
2.1 Definities	p. 12
2.2 Risicocategorieën	p. 13
2.2.1 Financieel risico	p. 14
2.2.2 Operationeel risico	p. 16
2.2.3 Wet-, belasting- en regelgevingrisico	p. 16
2.2.4 Businessrisico	p. 17
3 Risicomanagement	p. 19
3.1 Definitie	p. 19
3.2 COSO	p. 19
4 Risicorapportering	p. 22
4.1 Definitie	p. 22
4.2 Rol van rapporteren	p. 23
4.2.1 Informatie-asymmetrie	p. 24
4.2.2 Auditor	p. 26
4.2.3 Voordelen	p. 27
4.2.4 Nadelen	p. 28

4.3 Regelgeving	p. 28
4.3.1 Belgische Corporate Governance Code	p. 28
4.3.2 IFRS	p. 29
5 Prospectus	p. 31
5.1 Definitie	p. 31
5.2 Europese wetgeving	p. 31
5.2.1 Ontwikkeling	p. 31
5.2.2 Doel	p. 32
5.2.3 Prospectusplicht en Vrijstelling	p. 33
5.2.4 Inhoud	p. 33
5.2.5 Taal	p. 34
5.2.6 Opstelling	p. 35
5.2.7 Aanvulling van de prospectus	p. 35
5.2.8 Goedkeuring en Publicatie	p. 35
5.2.9 Bevoegde Autoriteit	p. 36
5.3 Belgische Wetgeving	p. 37
5.3.1 Inleiding	p. 37
5.3.2 Geharmoniseerde en niet-geharmoniseerde verrichtingen	p. 37
5.4 Risicosectie	p. 38
6 Initial Public Offering	p. 40
6.1 Definitie	p. 40
6.2 Geschiedenis	p. 40
6.3 Belgische markten	p. 41
6.3.1 Euronext	p. 42
6.3.2 Vrije Markt	p. 43
6.3.3 Alternext	p. 44
7 Hypotheses	p. 46
7.1 Auditor	p. 46

7.2 Leeftijd	p. 46
7.3 Bedrijfssector	p. 47
7.4 Primaire of secundaire aanbieder	p. 47
7.5 Markt	p. 48
7.6 Ondernemingsgrootte	p. 49
7.7 Winstgevendheid	p. 49
7.8 Aanwezigheid risicomanagement of risicocomité	p. 50
7.9 Schuldgraad	p. 50
8 Opzet van de empirische studie	p. 51
8.1 Steekproef en data	p. 51
8.2 Onderzoeksaanpak	p. 52
8.3 Variabelen	p. 54
8.3.1 Afhankelijke variabele	p. 54
8.3.2 Onafhankelijke variabelen	p. 54
9 Empirisch onderzoek	p. 57
9.1 Beschrijvende statistiek	p. 57
9.2 Normale verdeling	p. 59
9.3 Enkelvoudige analyse	p. 61
9.4 Multivariate analyse	p. 73
10 Conclusies	p. 78
10.1 Resultaten	p. 78
10.2 Beperkingen en aanbevelingen voor verder onderzoek	p. 82

Lijst van Figuren en Tabellen

Referenties

Appendix A

Appendix B

Appendix C

1 Probleemstelling en werkwijze

1.1 Praktijkprobleem

De laatste jaren wordt er meer en meer belang gehecht aan informatieve en transparante risicorapportering. Deze interesse is er bij veel stakeholders van de onderneming, maar zeker ook bij potentiële beleggers. Bij een beursintroductie wordt er verwacht dat ondernemingen een prospectus opstellen. In dit document bevindt zich een risicosectie, waarin de ondernemingen hun risico's omtrent hun bedrijfsactiviteiten en hun aanbod kunnen weergeven. Dit onderdeel heeft het potentieel om de risicobeoordeling van de investeerder te wijzigen en het bevorderen van gegronde investeringsbeslissingen (Deumes, 2008). Wanneer ondernemingen goed rapporteren over hun risico's, kunnen grote schandalen, zoals bijvoorbeeld Enron, vermeden worden.

De nood aan transparante informatie speelt zich ook af op Europees niveau. Daarom hebben de Financiële Diensten van de Europese Commissie in 2003 een nieuw actieplan opgesteld. Één onderdeel van het actieplan is de Richtlijn 2003/71/EG. Deze heeft betrekking op de prospectus die gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten. Samen met de Prospectusrichtlijn is de Prospectusverordening 809/2004 uitgegeven. Hierin wordt de vormgeving van de prospectus, de in de prospectus te verstrekken informatie, de publicatie van de prospectus en de verspreiding van advertenties besproken. Over de risicosectie blijft de verordening vaag. De ondernemingen zijn verplicht een risico onderdeel toe te voegen aan de prospectus, maar krijgen geen verdere aanbevelingen omtrent de informatie die moet worden opgenomen.

Op Belgisch niveau is deze Richtlijn reeds omgezet in de Belgische wetgeving. De wet op de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt, biedt potentiële beleggers bescherming. Het doel van zowel de Belgische wetgeving als de Europese Richtlijn is de beleggers te beschermen en de efficiëntie van de markt te waarborgen.

Ook voor de onderneming is correcte risicorapportering een groot voordeel. Zo moeten de managers risicorapportering zien als een competitief voordeel in het aantrekken van nieuw kapitaal. Verder moeten zij ook rekening houden met de wettelijke en reputatiekosten indien zij geen transparante risico-informatie geven aan de investeerders (Skinner, 1994).

1.2 Onderzoeksdoelen

Het doel van deze thesis is na te gaan over welke risico's de Belgische ondernemingen rapporteren in hun prospectussen en in welke mate zij dit doen. Daarnaast worden er ook enkele factoren onderzocht die een mogelijk effect hebben op de mate van risicorapporteringen.

1.3 Onderzoeksvragen

De centrale onderzoeksvraag en hiervan afgeleide deelvragen vormen de basis van dit onderzoek. Door deze vragen te beantwoorden kan er meer inzicht verkregen worden in de risicorapportering van IPO's. De volgende onderzoeksvraag staat centraal in dit onderzoek:

'Over welke risico's rapporteren IPO's in de risicosectie van hun prospectus bij hun beursintroductie?'

Onderstaande deelvragen zullen gebruikt worden om enkele onderdelen van risicorapportering uit te diepen.

- Wat zijn de verschillende risicocategorieën waarover IPO's kunnen rapporteren in hun prospectussen?
- Hangt de mate van risicorapportering af van de auditor?
- Rapporteren oudere ondernemingen minder over risico's dan nieuwkomers?
- Is de mate van risicorapportering afhankelijk van de bedrijfssector?
- Verschilt de mate van risicorapportering naargelang het om een primaire of secundaire aanbieding gaat?
- Heeft de markt waarop de IPO intreedt invloed op de mate van risicorapportering?

- Bepaalt de grootte van de IPO de mate van risicorapportering?
- Hangt de mate van risicorapportering af van de winstgevendheid van de onderneming?
- Rapporteren ondernemingen waar een risicomanagement of risicocomité aanwezig is meer over risico's dan ondernemingen waar dit niet aanwezig is?
- Heeft de schuldgraad van de onderneming invloed op de mate van risicorapportering?

1.4 Methodologie

Om deze vragen te beantwoorden zal ik beginnen met een uitgebreide literatuurstudie over risico's, risicorapportering, risicomanagement, de prospectus en de IPO. Vervolgens zal de onderzoeksmethode van de centrale onderzoeksvraag en de verschillende deelvragen niet meer op dezelfde wijze verlopen.

De centrale onderzoeksvraag zal op een beschrijvende manier onderzocht worden. Dit zal gebeuren aan de hand van een steekproef die bestaat uit 40 Belgische ondernemingen die tussen 2005 en 2009 een beursintroductie hebben ondergaan. Bij deze steekproef zullen financiële instellingen buiten beschouwing gelaten worden. Deze worden immers met andere risicofactoren geconfronteerd.

Aan de hand van de prospectussen van de ondernemingen zullen de gegevens verzameld worden voor deze studie. Om de inhoud van de risicosectie te evalueren zal ik eerst een geschikt coderingsschema ontwikkelen. Dit schema zal een lijst met de verwachte risico's omvatten. Daarna worden de prospectussen gecodeerd aan de hand van vooropgestelde lijst.

De volgende deelvragen zullen wel op dezelfde wijze als de centrale onderzoeksvraag onderzocht worden :

- Hangt de mate van risicorapportering af van de auditor?
- Rapporteren oudere ondernemingen minder over risico's dan nieuwkomers?
- Is de mate van risicorapportering afhankelijk van de bedrijfssector?
- Verschilt de mate van risicorapportering naargelang het om een primaire of secundaire aanbieding gaat?

- Heeft de markt waarop de IPO intreedt invloed op de mate van risicorapportering?
- Bepaalt de grootte van de IPO de mate van risicorapportering?
- Hangt de mate van risicorapportering af van de winstgevendheid van de onderneming?
- Rapporteren ondernemingen waar een risicomangement of risicocomité aanwezig is meer over risico's dan ondernemingen waar dit niet aanwezig is?
- Heeft de schuldgraad van de onderneming invloed op de mate van risicorapportering?

Eerst zal ik deze vragen proberen te beantwoorden via de gevonden literatuur, vervolgens zullen zij ook onderzocht worden aan de hand van het coderingsschema.

Tenslotte is er de deelvraag over de verschillende risicocategorieën waarover IPO's kunnen rapporteren. Deze vraag zal ik echter als eerste behandelen in het onderzoek. De vraag zal opgelost worden door een grondig literatuuronderzoek over risico's en risicorapportering. Het antwoord zal later ook als basis dienen voor het coderingsschema voor de andere onderzoeksvragen.

2 Risico

In dit hoofdstuk wordt eerst de term 'risico' gedefinieerd, zo wordt zowel de premoderne als de moderne visie van risico gegeven. Daarna volgt een bespreking van de verschillende risicocategorieën.

2.1 Definities

'Risico' is een relatief begrip waarvan geen algemene aanvaarde definitie bestaat. Volgens Lupton (1999) wordt risico in het dagelijks leven ook vaak gebruikt voor woorden als schade, fout en uitgave. In het algemeen wordt onzekerheid als een synoniem voor risico gebruikt (Miller, 1992).

Crouhy et al. (2006) definiëren 'risico' als "the volatility of returns leading to unexpected losses, with higher volatility indicating higher risk". De volatiliteit van de rendementen wordt direct of indirect beïnvloed door een aantal risicofactoren en de interactie tussen deze factoren. Deze risicofactoren worden later verder uitgelegd onder risicocategorieën. In het strategisch managementkader concludeert Miller (1992) dat de term risico in het algemeen gebruikt wordt om te verwijzen naar de onverwachte variatie of de negatieve variatie van de variabele uitkomsten van de onderneming zoals opbrengsten, kosten, winsten, marktaandeel.

De moderne visie op risico incorporeert zowel de positieve als de negatieve uitkomsten op gebeurtenissen (Linsley en Schrides, 2006). Ook Shrand en Elliot (1998) stellen dat risico niet enkel geassocieerd moet worden met een mogelijkheid tot verlies, maar dat er ook een mogelijk positief risico bestaat.

Deze visie is in contrast met het premodern idee waarin risico enkel als negatief werd beschouwd (Linsley en Schrides, 2006). March en Shapira (1987) concluderen uit hun onderzoek dat de meerderheid van de mensen risico met negatieve gevolgen associëren. Een

andere visie op risico wordt gegeven door Claes en Meerman (1991). Zij definiëren 'risico' als de mogelijkheid dat in een gegeven periode en situatie, positieve verwachtingen niet in vervulling gaan. Deze definitie bevat zowel de onzekerheid dat positieve verwachtingen niet in vervulling gaan en ook de kans van het ontstaan van negatieve effecten.

Voor deze studie wordt 'risico' gedefinieerd als volgt: 'Rapporteringen worden als risicorapporteringen beschouwd als ze de gebruiker ervan informeren over een opportuniteit of vooruitzicht, of van een gevaar, een bedreiging, een schade, dat al een impact heeft gehad op de onderneming of nog een impact zal hebben in de toekomst.' (Deumes, 2008). Dit is een brede definitie van risico en bevat zowel de positieve als de negatieve risico's en onzekerheden.

2.2 Risicocategorieën

Voor risico bestaat geen algemene aanvaarde definitie, evenmin is er een eenduidige manier om risico's te categoriseren. Om de verschillende risico's die de IPO's rapporteren zo goed mogelijk te kunnen analyseren is het nodig om een risicoclassificatie op te stellen, zodat er een onderscheid gemaakt wordt tussen de verschillende soorten risico's.

In het onderzoek van Deumes (2008) naar risicorapportering van IPO's in Nederland is er gebruik gemaakt van het geïntegreerd kader van Miller. Miller (1992) heeft een alternatieve aanpak ontwikkeld in het behandelen van onzekerheden. Een zichtbare tekortkoming in de tot toen bestaande literatuur over risico's en onzekerheden was de beklemtoning op één specifiek risico in plaats van een geïntegreerde behandeling van verscheidene risico's. Het perspectief dat specifieke risico's isoleert van andere gerelateerde risicovariabelen wordt het particularistische perspectief genoemd. Het alternatieve perspectief van Miller draagt ook de naam van 'het geïntegreerde risicomanagementperspectief'. Hierin wordt een algemeen managementperspectief gegeven dat expliciet rekening houdt met meerdere risico's. Het geïntegreerd risicokader bestaat uit de volgende categorieën: de algemene omgeving, de industrie-omgeving, de interne omgeving van de onderneming en andere.

Het Committee of Sponsoring Organisations of the Treadway Commission, COSO, heeft in 2004 een andere classificatie van risico's ontwikkeld. Het COSO is in 1985 opgericht met als doel het ondersteunen van 'the National Commission on Fraudulent Financial Reporting'. De risicoclassificatie van het COSO houdt in dat zij de risico's onderverdelen in vier soorten: het strategisch risico, het operationeel risico, het rapportage- of het financiële risico en het toezicht of het juridisch en reguleringsrisico. Een hierop aansluitende onderverdeling is afkomstig uit het onderzoek van risicorapportering door Belgische beursgenoteerde bedrijven door Michiels, Vandemaele en Vergauwen (2009). Zij hebben de risico-indeling van Crouhy et al. (2006) die bestaat uit de volgende 8 categorieën: marktrisico, kredietrisico, liquiditeitsrisico, operationeel risico, juridisch en regelgevingrisico, businessrisico, strategisch risico en reputatierisico, verder aangepast met bevindingen van het onderzoek van Linsley en Shrives (2006). Als we de aanpassingen van Linsley toepassen komen we tot volgende 4 nieuwe categorieën: het financieel risico, het operationeel risico, het juridisch, taks- en reguleringsrisico en het businessrisico.

Aangezien het internationaal raamwerk van het COSO en de aangepaste classificatiemethode van Crouhy behoorlijk overeenkomen en het om veel gebruikte methodes gaat, zullen ze in de volgende alinea's verder worden uitgewerkt, zodat de risico's gegeven in de prospectussen beter te analyseren zijn.

2.2.1 Financieel risico

Er bestaat geen algemene beschrijving van het financieel risico. De meeste definities beschrijven het financieel risico als de onzekerheid die wordt veroorzaakt door de manier waarop de onderneming gefinancierd is. Aangezien dit een enge omschrijving is, wordt deze term beter opgesplitst in een marktrisico, een kredietrisico en een liquiditeitsrisico.

Marktrisico

Marktrisico kan gedefinieerd worden als de potentiële deviatie van een verwachte economische waarde van een financieel instrument veroorzaakt door fluctuaties in de marktprijs (KBC, 2008). Marktrisico kan ontstaan als gevolg van schommelingen in wisselkoersen, rentevoeten,

vastgoedprijzen, aandelenkoersen, overige prijsrisico's, vermogenprijzen en prijsgevoelige inkomsten of uitgaven.

Het renterisico wordt geassocieerd met de variatie van het rentepercentage. Het is dus het risico dat vaste inkomsten ten gevolge van een verandering in het rentepercentage zullen dalen (Crouhy et al., 2006). De aandelenkoersrisico's zijn verbonden aan de volatiliteit van de aandeelprijzen.

Kredietrisico

Onder kredietrisico verstaan we het risico dat een verandering in de kredietkwaliteit van een tegenpartij de waarde van een zekerheid of portfolio zal beïnvloeden. Kevelam en Ter Hoeven (2008) beschrijven het kredietrisico als het risico dat de ene partij bij een financieel instrument haar verplichtingen niet zal nakomen, waardoor de andere partij een verlies te verwerken krijgt. Hoge niet betaalde geaccumuleerde bedragen van terugbetalingen van leningen aan ontwikkelingslanden door private banken is een duidelijk voorbeeld van kredietonzekerheid (Miller, 1992).

Het beperken van kredietrisico's voor een kredietverlener is mogelijk door een grondige analyse uit te voeren van de onderneming en het verkrijgen van voldoende kennis over de bedrijfsleiders en de economische omgeving. Zeker wanneer kredietrisico's vermeld worden in het risicorapport, zie paragraaf 5.3.4 Risicosectie, kunnen de kredietverleners een beter begrip van de onderneming ontwikkelen en betere beslissingen nemen. Volgens het IFRS dient een onderneming de maximale kredietblootstelling weer te geven, met een omschrijving van eventueel verkregen onderpanden die ter zekerheid dienen (Kevelam en Ter Hoeven, 2008).

Liquiditeitsrisico

Liquiditeitsrisico is het risico dat een onderneming niet in staat is te voldoen aan haar betalingsverplichtingen voortvloeiende uit financiële instrumenten (Kevelam en Ter Hoeven, 2008). Cabedo en Tirado (2004) bepalen wanneer een onderneming niet in staat is te voldoen

aan de betalingsovereenkomsten die werden gemaakt, ontstaat er een grote kans op een liquiditeitsrisico.

Crouhy et al. (2006) splitsen de term liquiditeitsrisico op in het liquiditeitsrisico van de financiering en het liquiditeitsrisico van de activa. Het liquiditeitsrisico van de financiering wordt gerelateerd aan de bevoegdheid van de onderneming om cash te laten toenemen voor het uitstellen van zijn schulden, het voldoen aan cashvereisten van tegenpartijen en om te voldoen aan terugtrekkingen van kapitaal. Het liquiditeitsrisico van activa is het risico dat een onderneming niet in staat is om een transactie op de huidige marktprijs uit te voeren, omdat er geen nood of vraag is naar de deal aan de andere kant van de markt.

2.2.2 Operationeel risico

Operationeel risico refereert naar de potentiële verliezen afkomstig van inadequate systemen, managementfaling, foute controles, fraude en menselijke fouten. Een andere definitie voor het operationeel risico is afkomstig van de Nederlandse Bank¹. Zij omschrijven het operationeel risico als het risico dat ontstaat als gevolg van het falen of tekortschieten van interne processen, menselijke en technische tekortkomingen, en onverwachte gebeurtenissen. Crouhy et al. (2006) verdeelt het operationeel risico onder in drie subcategorieën: het technologisch risico, het frauderisico, zowel door het management als door het personeel en de menselijke risicofouten.

2.2.3 Wet-, belasting- en regelgevingrisico

Deze risico's vinden hun oorsprong in een variëteit van redenen en zijn gerelateerd aan reputatierisico's (Crouhy et al., 2006). Reguleringrisico is het risico dat ontstaat wanneer er een verandering in wetten en regelgeving is, die een materiële impact veroorzaakt in een onderneming, sector of markt. Een verandering in wetten of regelgevingen kan een stijging in de operationele kosten van een onderneming veroorzaken, een vermindering in de aantrekkelijkheid van een investering of een verandering in de competitie op de markt. Een voorbeeld in Crouhy et al. (2006) is de situatie waarbij de Britse overheid in 1997 een

¹ www.dnb.nl

verandering doorvoert in de belastingcode om een bepaald belastingsvoordeel af te schaffen en een grote investeringsbank enorme verliezen lijdt door deze verandering.

2.2.4 Businessrisico

Het COSO-model bevat enkel de strategische risico's, maar kan zodanig uitgebreid worden met de categorieën die Crouhy et al. (2006) als laatste beschrijven in hun risico-indeling. Deze risico's worden ondergebracht in het businessrisico, het strategisch risico en het reputatie risico. In het onderzoek van Michiels, Vandemaele en Vergauwen (2009) worden deze drie categorieën onder de algemene term, het businessrisico, geclassificeerd.

Businessrisico

Het businessrisico verwijst naar de algemene risico's uit de businesswereld, zoals de onzekerheid over de vraag naar producten, de prijs die gevraagd kan worden voor deze producten, de kost van productie en levering (Crouhy et al., 2006).

Strategisch risico

Het strategisch risico is het risico dat gekoppeld kan worden aan de strategische beslissingen die een onderneming moet nemen. Crouhy et al. (2006) definiëren het strategische risico als het risico van investeringen die een hoge onzekerheid hebben over hun succes en rendementen. Als de investering niet succesvol is, zal de waarde van de onderneming dalen en zal de ondernemingreputatie hierdoor beschadigd zijn. Volgens Kerkman (2005) draait het er bij strategisch risico om in hoeverre er een strategic fit is. Hiermee bedoelt hij of er uitlijning is tussen het interne potentieel van de organisatie en de externe kansen. Wanneer dit niet het geval is streeft het management strategieën na die niet haalbaar zijn, omwille van het feit dat de organisatie niet de juiste of de ongeschikte financiële of HR-middelen heeft, gezien de realiteiten van de externe omgeving.

Reputatierisico

Reputatierisico krijgt na de vele accountingschandalen, zoals bijvoorbeeld Worldcom en Enron, veel meer aandacht. De managers moeten het belang inzien van bouwen aan een duurzame reputatie (Crouhy et al., 2006). Volgens Skinner (1994) moeten de managers de risico's van reputatievernietiging en het daarmee gepaard gaande waardeverlies van de onderneming vermijden. Dupont (2007) concludeert dat reputatierisico ontstaat wanneer belanghebbende partijen of de buitenwereld kennis nemen van een welbepaald operationele gebeurtenis en er zeer veel belang aan hechten.

3 Risicomanagement

In dit hoofdstuk zal eerst de definitie van risicomanagement en het verband met risicorapportering besproken worden. Als tweede onderdeel zal er een internationaal raamwerk voor risicomanagement worden aangehaald, waarop de ondernemingen zich kunnen baseren.

3.1 Definitie

Volgens Dobler (2005) is risicorapportering een van de belangrijkste onderdelen van risicomanagement. Zo definieert hij risicomanagement als volgt: "risicomanagement is een continu proces waarbij risicofactoren worden geïdentificeerd, risico's geanalyseerd, beslissingen worden genomen met betrekking tot het meten van de risico's en er controles worden gedaan op de effecten van al deze herhalingen".

Dankzij risicomanagement is het mogelijk de nodige informatie voor risicorapporteringen te verzamelen en te leveren. Risicorapportering zonder het bestaan van risicomanagement in een onderneming is vrijwel onmogelijk. Toch mag de verhouding tussen risicomanagement en risicorapportering niet verkeerd worden geïnterpreteerd. Zo volgt uit een deugdelijk risicomanagement niet noodzakelijk een betere risicorapportering. Zo heeft meestal een beter risicomanagement ook meer kennis over de manier waarop een risicorapport gemanipuleerd kan worden naar de wensen van de gebruikers toe (Dobler, 2005).

3.2 COSO

Het COSO, Committee of Sponsoring Organisations of the Treadway Commission, heeft ,samen met PriceWaterhouseCoopers, een raamwerk voor risicomanagement ontwikkeld dat internationaal gebruikt wordt. Het COSO-raamwerk is zo ontwikkeld dat het makkelijk bruikbaar is voor managers om het ondernemingsrisicomanagement te evalueren en te verbeteren. De

definitie van risicomanagement in het COSO-raamwerk wordt als volgt gedefinieerd: 'Het is een proces, dat verricht wordt door de Raad van Bestuur, management of ander personeel, dat toegepast is in de strategie-opzet en in de hele onderneming, dat ontwikkeld is voor het identificeren van potentiële gebeurtenissen die een mogelijke impact hebben op de onderneming en dat het risico beheert naargelang het risicoprofiel van de onderneming, voor het voorzien van een aannemelijke zekerheid voor het behalen van ondernemingsdoelstellingen.' (Ai, 2006).

Het raamwerk van ondernemingsrisicomanagement bestaat uit acht met elkaar verband houdende componenten. Deze componenten zijn de interne omgeving, het formuleren van doelstellingen, het identificeren van gebeurtenissen, de risicobeoordeling, de reactie op het risico, de beheersingsactiviteiten, de informatie en communicatie en de bewaking. Ook kan het raamwerk uit vier verschillende perspectieven bekeken worden, die reeds in paragraaf 2.2 risicocategorieën zijn besproken. Deze perspectieven geven ondernemingsdoelstellingen weer die de onderneming probeert te behalen (COSO, 2004).



Figuur 1: COSO Enterprise Risk Management Raamwerk (COSO 2004)

Het raamwerk kan worden toegepast op de onderneming in zijn geheel, op een component, op een specifieke ondernemingsdoelstelling of op een divisie binnen de onderneming. Door het evalueren of de acht componenten daadwerkelijk aanwezig zijn in de onderneming en ook effectief functioneren, kan er vastgesteld worden of het risicomanagement van de onderneming ook effectief is.

4 Risicorapportering

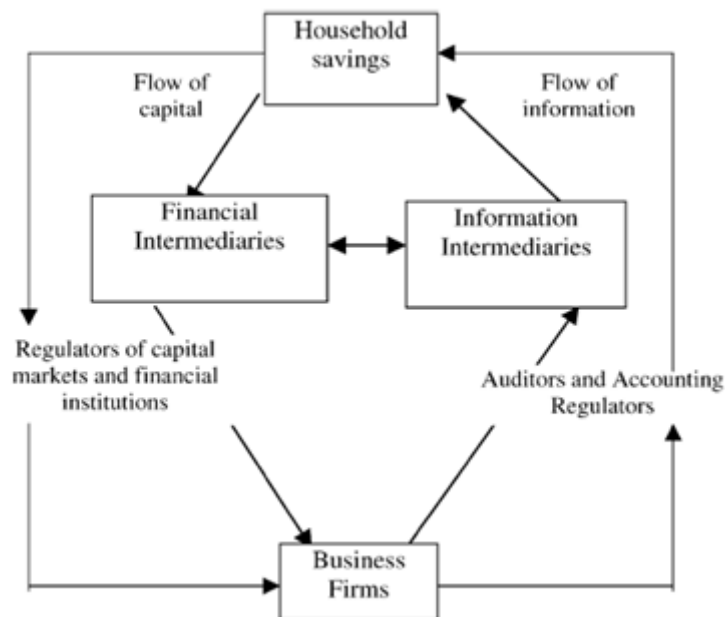
In hoofdstuk 4 wordt het begrip risicorapportering onder de loep genomen. Allereerst wordt risicorapportering uitgelegd en vervolgens wordt het belang van rapporteren aangehaald. Hieronder bespreken we informatie-asymmetrie en de rol van de auditor om dit probleem te reduceren. Vervolgens worden de voor- en nadelen van rapporteren besproken. Aangezien er meerdere manieren zijn om informatie-asymmetrie te verminderen en er omtrent risicorapportering een aantal regelgevingen zijn opgesteld worden deze ook verder geanalyseerd. Deze houden de Belgische Corporate Governance Code en de IFRS-standaarden in.

4.1 Definitie

Het rapporteren van risico's geniet de laatste jaren steeds meer aandacht. Dit komt omdat de focus van het rapporteren van puur financiële resultaten verschoven is naar het communiceren van verschillende onderwerpen aan de aandeelhouders, waarvan risico's één onderdeel is (Michiels, Vandemaele en Vergauwen, 2009). Uitgevende instellingen dienen hun potentiële aandeelhouders zo goed mogelijk te informeren met adequate, objectieve en transparante informatie. Het informeren over de risico's verbonden aan de uitgevende instelling en de effecten zorgt ervoor dat deze beleggers voldoende kennis hebben om correcte beleggingbeslissingen te maken. Beretta en Bozzolan (2004) definiëren risicorapportering als de communicatie van informatie over de strategie van een onderneming, de karakteristieken, de handelingen en andere externe factoren die een invloed zouden kunnen hebben op het verwachte resultaat. Risicorapportering kan ook gezien worden als een informatiebron in het beslissingsmodel van potentiële investeerders (Dobler 2005).

4.2 Rol van rapporteren

Figuur 2 geeft een systematisch voorstelling van de werking van kapitaalmarkten. Het spaargeld van investeerders is ruim verspreid onder de gezinnen. Daar tegenover zijn er vele nieuwe ondernemers en bestaande ondernemingen die het spaargeld van die gezinnen willen aantrekken voor hun businessideeën. Palepu, Healy, Bernard en Peek (2007) geven minstens twee redenen waarom de samenwerking tussen gezinnen en ondernemers gecompliceerd is. Ten eerste, de ondernemers hebben meestal meer en betere informatie over de investeringskansen. Ten tweede, de informatie die ondernemers verschaffen aan de investeerders is niet helemaal betrouwbaar, aangezien de ondernemers er voordeel bij hebben om deze informatie te kleuren naar hun eigen belangen.



Figuur 2: Financial and information flows in a capital market economy (Healy en Palepu, 2001)

De informatie in de risicorapporten is voor de potentiële aandeelhouders een goede bron om investeringsbeslissingen te maken. Men moet wel rekening houden dat wanneer informatie verspreid wordt door een onderneming er nog steeds nadelen optreden. Zo bestaat er geen

perfecte informatiebron, en is er nog steeds informatie-asymmetrie tussen de investeerders en de managers.

4.2.1 Informatie-asymmetrie

Informatie-asymmetrie is een situatie waarin één partij over meer informatie beschikt dan de andere partij. Dobler (2005) geeft in zijn onderzoek naar hoe informatief risicorapportering is het advies mee om de informatie die wordt gegeven in risicorapporten niet te overwaarden. Managers kunnen informatie achterhouden waardoor er informatie-asymmetrie ontstaat. Regelgevingen, standaarden kunnen ervoor zorgen dat dit probleem wordt verminderd, maar hebben niet de kracht om het helemaal weg te werken.

De kapitaalmarkt zal een grotere mate van efficiëntie hebben indien er meer informatie beschikbaar is voor marktgebruikers. Niet enkel een gebrek aan beschikbare informatie zal leiden tot een inefficiënte markt, ook slecht inzicht in de vertekende informatie en tegengestelde belangen zijn oorzaken voor inefficiëntie.

Het Lemons-probleem

Akerlof (1970) stelt dat informatie-asymmetrie ontstaat wanneer de verkoper meer informatie heeft dan de koper. Ook wanneer een onderneming de beurs opgaat om nieuwe kapitalen aan te trekken van aandeelhouders, heeft deze eerste partij veel meer informatie dan de toekomstige investeerders. De regelgevingen zoals de Prospectuswet, de Belgische Corporate Governance Code en de IFRS-normen, hebben als doel de aandeelhouders zo grondig mogelijk te informeren. Desondanks blijft informatie-asymmetrie bestaan en kan dit leiden tot het potentieel verstoren van de efficiëntie van de kapitaalmarkten. De investeerders zullen de informatie niet honderd procent vertrouwen en indien men dan met een redelijke risico-investering te maken heeft zal men eerder geneigd zijn om niet te investeren.

Palepu, Healy, Bernard en Peek (2007) leggen het "lemons"-probleem uit aan de hand van volgend voorbeeld. Er is een bepaalde markt met 50 percent goede businessideeën en met 50 percent slechte businessideeën. Wanneer voor de investeerders geen of weinig verschil valt uit te maken tussen de twee types van businessideeën, gaan de ondernemers van de slechte

businessideeën hun slechte ideeën als goede ideeën laten uitschijnen. Hierdoor worden zowel de goede als de slechte businessideeën op hetzelfde niveau gewaardeerd door de investeerders. Dit zorgt er natuurlijk voor dat de ondernemers van goede ideeën zich gaan terugtrekken uit de kapitaalmarkt, aangezien dit niet meer aantrekkelijk is voor het aantrekken van financieringen. Het gevolg van het feit dat deze ondernemers de markt verlaten, is dat de proportie van de slechte ideeën in de markt zal stijgen, waardoor naar gelang van tijd de slechte ideeën de goede ideeën verdringen en de investeerders hun vertrouwen in de markt verliezen.

Uit vorig voorbeeld kan geconcludeerd worden dat, wanneer het 'lemons'-probleem optreedt, aandeelhouders zowel goede rapporteringen als slechte rapporteringen als gelijk beschouwen. Hieruit volgt dan dat potentiële investeerders het vertrouwen in de markt verliezen en zodanig marktinefficiëntie ontstaat. Één mogelijk oplossing voor marktvalingen is de tussenkomst van zowel financiële als informatieve intermediairs. Financiële intermediairs leggen hun focus op het aggregeren van fondsen van individuele investeerders en op het analyseren van verschillende investeringskansen voor het maken van goede investeringsbeslissingen. De financiële intermediairs zijn samen met de informatieve intermediairs een belangrijk gegeven voor investeerders voor het maken van goede beleggingsbeslissingen. De informatieve intermediairs worden verder besproken in paragraaf 4.2.2 Auditor.

De Agency-Theorie

De agency-theorie legt het probleem uit tussen tegengestelde belangen van een manager (de agent) en de aandeelhouders (de principaal). Jensen en Mecklin (1976) omschrijven de agent-principaalrelatie als een contract waaronder de principaal de agent aanneemt om enkele verplichtingen uit te voeren. De essentie van het agency-probleem is de scheiding van het management met de financiering of in andere woorden de scheiding tussen het eigendom en de controle (Shleifer en Vishny, 1997). De agency-theorie helpt het oplossen van twee problemen die ontstaan uit de agent-principaalrelatie (Eisenhardt, 1989). Het eerste probleem dat zich kan voordoen is dat de doelen, belangen van de aandeelhouders en de managers niet overeenkomen en dat de aandeelhouders niet in staat zijn om de managers volledig te

controleren op hun activiteiten. Het tweede probleem heeft te maken met de verschillende risicoprofielen van beide partijen.

Het eerste probleem door Eisenhardt beschreven ontstaat wanneer de manager zijn individuele belangen voor de collectieve belangen van de onderneming stelt en dit zeer moeilijk en kostelijk is voor de aandeelhouders om dit te controleren. Mogelijke oplossingen om de manager zijn gedrag te controleren zijn informatiesystemen zoals de raad van bestuur, een efficiënte kapitaal- en arbeidsmarkt en de eigendomstructuur (Hung, 1998). Het tweede probleem heeft te maken met de verschillende houdingen van de manager en de aandeelhouders ten opzichte van risico. De mate van risico zal ook het type contract tussen de twee partijen bepalen. Wanneer managers een hoge risicoaversie hebben, verkiezen ze een contract gebaseerd op gedrag eerder dan een contract gebaseerd op uitkomst. In tegenstelling verkiezen aandeelhouders wanneer ze een hoge risicoaversie hebben een contract gebaseerd op uitkomst dan een contract gebaseerd op gedrag (Eisenhardt, 1989).

Ondernemers, managers krijgen middelen van investeerders om hun operationele activiteiten te kunnen uitvoeren. De investeerders hebben daarentegen het speciale menselijke kapitaal van de managers nodig om opbrengsten te innen uit hun investeringen. De twee partijen zijn daarom afhankelijk van elkaar. Het grote probleem in deze samenwerking is dat de aandeelhouders geen zekerheid hebben over wat de managers precies met hun geld uitvoeren (Shleifers en Vishny, 1997). Daarom mag men ondanks de vele regelingen omtrent rapporteren, dit agency-probleem niet uitsluiten bij het lezen en begrijpen van de financiële rapporten die de onderneming uitbrengt.

4.2.2 Auditor

Een manier om informatie-asymmetrie te verminderen en om de efficiëntie van kapitaalmarkten te versterken is de aanwezigheid van één of meerdere jaarrekeningen in de prospectussen van de uitgevende ondernemingen. Aangezien auditors deze informatie controleren en een goedkeurende verklaring afleggen spelen zij ook een belangrijke rol in het reduceren van informatie-asymmetrie (Changa, Gygawa, Oona en Zhanga, 2008).

De auditor behoort tot de informatieve intermediairs. De aanwezigheid van een kwaliteitsvolle auditor is een kwaliteitslabel van de verstrekte informatie van de uitgevende onderneming. Kwaliteitsvolle auditors voegen waarde toe door het verhogen van de betrouwbaarheid en de accuraatheid van de financiële rapporten (Palepu, Healy, Bernard en Peek, 2007; Changa, Gygawa, Oona en Zhanga, 2008).

Toch zijn er nog verschillen in de kwaliteit van de verscheidene auditkantoren. Er wordt aangenomen dat grote, reputatievolle accounting ondernemingen beter uitgerust zijn ten opzichte van kleinere accountingondernemingen (Langendijk, 1994). Deze ondernemingen hebben er dus geen baat bij om een lage kwaliteitsdienst te leveren tegen een hoge kwaliteitsprijs. DeAngelo (1981) en Dye (1993) vonden theoretische en empirische evidentie dat grote audit ondernemingen hogere kwaliteitsaudits uitvoeren. Gedurende de jaren 2006 en 2009 zijn de Big Four auditondernemingen diegene die de hoogste kwaliteit verschaffen. De Big Four bestaat uit PricewaterhouseCoopers, KPMG, Ernst & Young en Deloitte.

Het probleem van informatie-asymmetrie tussen ondernemers en investeerders is ook sterk aanwezig in een IPO-context. Daarom is de aanwezigheid van kwaliteitsvolle auditoren eveneens belangrijk. Changa, Gygawa, Oona en Zhanga (2008) geven kwaliteitsvolle auditors een informatieve en signaleringsrol om informatie-asymmetrie te reduceren. De signaalrol van de auditor houdt in dat er goede en slechte ondernemingen zijn die anders naar investeerders kijken. De goede ondernemingen zullen ook hoge kwaliteitsvolle auditors aanstellen en hoge auditfees betalen omdat zij anticiperen dat de informatie die door de auditors wordt uitgeven in hun voordeel speelt. Terwijl de slechte ondernemingen daarentegen geen kwaliteitsvolle auditors aannemen omwille van de hoge kosten. Hierdoor zullen investeerders eerder geneigd zijn om te beleggen in ondernemingen die een kwaliteitsvol auditkantoor hebben aangesteld.

4.2.3 Voordelen

Een eerste voordeel van accurate en betrouwbare risicorapportering is de daling van informatie-asymmetrie. Wanneer er meer informatie wordt vrijgegeven kunnen de potentiële investeerders betere beleggingsbeslissingen maken. Hierdoor wordt het aantrekken van kapitaal ook

interessanter voor de uitgevende ondernemingen en daalt de kapitaalkost (Linsley en Shrides, 2000; Dobler, 2005). Een ander voordeel van goede risicorapportering is dat de onderneming een betere reputatie krijgt (Skinner, 2004).

4.2.4 Nadelen

Aan risicorapportering zijn niet enkel voordelen verbonden, ook worden er een paar nadelen mee geassocieerd. Zo zijn er zowel directe als indirecte kosten. De directe kosten houden het verzamelen, analyseren en het publiceren van de informatie in. Met deze kosten gaat ook het tijdsaspect gepaard. Aangezien het verzamelen en analyseren van informatie veel tijd in beslag neemt, zorgt dit er ook voor dat de kosten van risicorapportering stijgen. De indirecte kosten hebben te maken met de negatieve reacties van gebruikers van risicorapporten (Dobler, 2005).

Een ander nadeel omtrent risicorapportering is dat wanneer een onderneming veel informatie vrijgeeft, de concurrentie deze gegevens ook zal kunnen gebruiken. Hierdoor kan een onderneming haar concurrentievoordeel kwijtspelen.

4.3 Regelgeving

Wanneer ondernemingen naar de beurs gaan moeten ze aan een aantal regels voldoen. Ten eerste moeten ze aan de regelgeving op zowel Europees als nationaal niveau met betrekking van een openbare aanbidding voldoen. In hoofdstuk 5, prospectus, worden hieromtrent de belangrijkste regels uitgelegd. Ten tweede moeten beursgenoteerde ondernemingen zich in België ook houden aan de Belgische Corporate Governance Code. En als laatste moeten ze sinds 2005 verplicht rapporteren volgens de IFRS-normen.

4.3.1 Belgische Corporate Governance Code

De Code Lippens is op 1 januari 2005 in werking getreden en is inmiddels al hernieuwd tot de Belgische Corporate Governance Code. De vernieuwde versie is sinds 12 maart 2009 van toepassing op alle beursgenoteerde vennootschappen. Één van de belangrijkste doelstellingen

van de Code is het bevorderen van waardecreatie op lange termijn en het vertrouwen van investeerders in ondernemingen verbeteren. Wanneer een onderneming een goede corporate governance toepast die gebaseerd is op transparantie en verantwoording, kan dit ervoor zorgen dat het vertrouwen van investeerders en financiers versterkt wordt. Dit zal ook ten voordele van andere stakeholders zijn. Wanneer men veel vertrouwen heeft in de onderneming zal dit leiden tot een eenvoudigere toegang tot externe financiering en bedrijfsmiddelen tegen een lagere kost.

De Code valt onder 'soft law' en is gebaseerd op het 'comply or explain' - systeem. Dit systeem creëert voor de ondernemingen een grote flexibiliteit betreffende de toepassing ervan. De vennootschappen mogen afwijken van de bepalingen in de code, maar zijn dan wel verplicht om de afwijkingen ten opzichte van de Code te beargumenteren. De Code is complementair aan de bestaande Belgische Wetgeving. Hieruit volgt dat geen enkele bepaling van de Code in afwijking van het Belgisch recht geïnterpreteerd mag worden.

In de Code staan een aantal specifieke bepalingen omtrent risicobeheer en interne controle. Zo bepaalt richtlijn 1.2. dat de raad van bestuur beslist over de bereidheid om risico's te nemen. In richtlijn 1.3. stelt men dat de raad van bestuur de interne controle en het risicobeheer moet goedkeuren dat door het uitvoerend management is opgesteld. Het beheer van interne controle en risicobeheer wordt onder principe 5 aan het auditcomité toevertrouwd.

4.3.2 IFRS

Sinds 2005 zijn Europese beursgenoteerde bedrijven verplicht te rapporteren volgens de IFRS-normen. De andere bedrijven zijn hiertoe niet verplicht, maar mogen ook vrijwillig deze normen toepassen. Deze accountingstandaarden bevatten hoofdzakelijk waarderingsregels, maar ook enkele bepalingen omtrent risicorapportering. De bepalingen omtrent risicorapportering houden in dat de onderneming haar onzekerheden afkomstig van financiële instrumenten, omzetting van activa en van voordeelplannen voor haar werknemers moet publiceren.

Het IFRS zegt over de risico's van activa dat, wanneer er onzekerheden zijn over de waarde van bepaalde bezittingen op het einde van het boekjaar, er vermeld moet worden waarom deze

onzekerheden bestaan en wat de waarde van deze activa zijn. Ook wanneer er onzekerheden bestaan over de omzetting van activa, zoals voorraden in kasstromen, moet dit gerapporteerd worden.

Ook bepaalt het IFRS dat, wanneer er een bepaald risico is gekoppeld aan een voordelenplan voor werknemers, dit gerapporteerd moet worden. In dit soort zaken is er meestal een contract opgesteld tussen de onderneming en de werknemers en kan dit als volgt gepubliceerd worden, maar wanneer er geen contract is opgesteld moet dit eveneens vermeld worden.

Als laatste moet de onderneming ook rapporteren over de risico's die ontstaan wanneer ze financiële instrumenten aanhoudt. De belangrijkste standaarden hierover zijn IAS 32, 39 en IFRS 7. IAS 32 bevat enkel nog informatie over wat een financieel instrument is en IAS 39 bepaalt de waarderingsregels voor de financiële instrumenten. IFRS 7 is pas effectief vanaf 1 januari 2007 en vereist uitgebreide toelichtingen in het jaarverslag ten aanzien van financiële instrumenten, met een sterke focus op de risico's en beheersingsmaatregelen die hiermee samenhangen (Kevelam en Ter Hoeven, 2008). Deze standaard is ontstaan door de grotere maatschappelijke behoefte aan transparante informatie over risico's en het hieraan gerelateerde risicomanagement.

Een andere vereiste van de IFRS-normen is dat de onderneming haar beleid over risicomanagement en 'hedge accounting' moet rapporteren. 'Hedge accounting' betreft het afdekken van het risico uit een financieel instrument door een investering in een ander financieel instrument. Er wordt dus geëist dat de financiële instrumenten die gebruikt worden voor 'hedge accounting' worden beschreven en de aard van hun risico wordt vermeld.

5 Prospectus

Dit vijfde hoofdstuk omschrijft het begrip prospectus. Het hoofdstuk begint met een algemene definitie. In deel twee wordt de Europese Prospectusrichtlijn aangehaald. Zowel het ontstaan, het doel en bepalingen van deze regeling worden beschreven. Daarna wordt kort de Belgische regeling omtrent de prospectus aangehaald. Als laatste wordt het risicosectie-deel uitgewerkt.

5.1 Definitie

De prospectus is een wettelijk document waarin een onderneming wordt beschreven voor potentiële beleggers. Het document bevat algemene informatie over de onderneming, zoals de identiteit van de bestuurders, maar ook financiële informatie. In de prospectus bevindt zich eveneens een risico-onderdeel, dit deel geeft de investeerders een duidelijk en beknopte samenvatting van de materiële risico's van een investering in effecten. Dit onderdeel heeft het potentieel om de risicobeoordeling te wijzigen en het bevorderen van gegronde investeringsbeslissingen (Deumes, 2008).

5.2 Europese Wetgeving

5.2.1 Ontwikkeling

De Europese regeling omtrent de prospectus is samengevoegd in de Richtlijn 2003/71/EG. Deze Richtlijn betreft de prospectus die gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van richtlijn 2001/34/EG. De Richtlijn is tot stand gekomen door de richtlijn 80/390/EEG, die inmiddels al geïntegreerd is in richtlijn 2001/34/EG, en de richtlijn 89/298/EEG samen te voegen. De reden van de opstelling van een nieuwe richtlijn door het Europees parlement en de raad, is dat de oude richtlijnen hun kerndoelstellingen niet konden verwezenlijken. Ze lieten te veel ruimte voor

de individuele landen en dat bemoeilijkt de beoogde eenmaking van de Europese markt voor openbare aanbiedingen van effecten (Peeters & Van Dyck, 2006).

Richtlijn 2003/71/EG is slechts één onderdeel van het Actieplan voor risicokapitaal en Tenuitvoerlegging in het kader voor financiële diensten van de Europese Commissie. Voor de regulering van de Europese effectenmarkt heeft men ook een Comité van wijzen opgericht. Na een eerste onderzoek kwam het Comité van wijzen tot de conclusie dat de huidige regeling de ondernemingen ontmoedigt om op communautair niveau kapitaal aan te trekken en ontzegt hun aldus in feite de toegang tot een grote, liquide en geïntegreerde financiële markt. Maar niet alleen de regeling kent tekorten, ook de regelgevingmethodiek. Daarom stelde het Comité van wijzen voor om nieuwe wetgevingstechnieken in te voeren op basis van een aanpak op vier niveaus. De niveaus bestaan uit: te weten kaderbeginselen, uitvoeringsmaatregelen, samenwerking en toezicht op de naleving. De Europese raad heeft deze aanpak opgevolgd om zo de communautaire effectenwetgeving efficiënter en transparanter te maken.

5.2.2 Doel

Het doel van de prospectusregeling in het algemeen is ervoor te zorgen dat potentiële beleggers met kennis van zaken investeringsbeslissingen kunnen nemen door het verkrijgen van adequate en objectieve informatie in de prospectus (Peeters & Vandyck, 2006). De Richtlijn beoogt een hogere efficiëntie van de markt. Dit moet in overeenkomst zijn met de hoge standaarden die door de relevante internationale gremia zijn vastgesteld (Richtlijn 2003/71).

Betreffende de bescherming van beleggers moet men rekening houden met de uiteenlopende behoefte aan bescherming van de verschillende types beleggers en eveneens met hun deskundigheid. Zo moet men bijvoorbeeld geen publicatie van een prospectus geven wanneer de aanbieding uitsluitend voor gekwalificeerde beleggers² is bedoeld. Daarentegen vereist men wel publicatie van een prospectus van elke doorverkoop van de effecten aan het publiek of openbare verhandeling van de effecten als gevolg van de toelating ervan tot de handel op een gereguleerde markt. De informatie die de beleggers verkrijgen in de prospectus is ook een

² Zie artikel 10 van de prospectuswet 16 juni 2006

doeltreffend middel om het vertrouwen in effecten te vergroten en zorgt ook voor een goede werking en ontwikkeling van de effectenmarkten. Het vertrouwen in effecten creëert men door de beleggers in staat te stellen om de risico's in effecten in te schatten en met volledige kennis van zaken beleggingsbeslissingen te laten nemen.

Een andere opzet van deze Prospectusrichtlijn is het harmoniseren van de voorwaarden inzake opstelling, goedkeuring en verspreiding van de prospectus die gepubliceerd moet worden wanneer effecten worden aangeboden aan het publiek of toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt (Vanderheyde e.a., 2007).

5.2.3 Prospectusplicht en Vrijstelling

Elke aanbieding van effecten aan het publiek zonder voorafgaande publicatie van de prospectus mag niet worden toegestaan op het grondgebied van de lidstaat. De prospectusplicht geldt thans niet voor alle categorieën van aanbiedingen, zoals bijvoorbeeld reeds bovenvermeld de aanbiedingen die uitsluitend gericht zijn op gekwalificeerde beleggers of aanbiedingen van effecten met een totale tegenwaarde van minder dan 100.000 euro. Er zijn ook vrijstellingen van de prospectusplicht voor zowel aanbiedingen aan het publiek, als voor de toelating tot de handel op een gereguleerde markt van een bepaald aantal effectencategorieën.

5.2.4 Inhoud

Richtlijn 2003/71/EG bevat een heel aantal voorschriften inzake informatievoorziening voor de beleggers. Deze voorschriften mogen worden aangevuld door een lidstaat, een bevoegde autoriteit of een beurs. Men kan dus via de interne regelgeving nog bijkomende bijzondere voorwaarden stellen in de context van de toelating van effecten tot de handel op een gereguleerde markt.

Een vereiste voor de inhoud van de prospectus is dat deze flexibel is met betrekking tot de informatie die over effecten wordt vrijgegeven. Zo mag men bepaalde zaken uit de prospectus laten als deze bij vermelding schadelijke situaties voor de uitgevende onderneming zouden

veroorzaken. Men moet wel eerst een toestemming aanvragen bij de bevoegde autoriteit om af te wijken van de voorschriften in Richtlijn 2003/71/EG.

De informatie die in de prospectus wordt gegeven moet adequaat en zo objectief mogelijk zijn en zoveel mogelijk betrekking hebben op de financiële toestand van de onderneming en aan de effecten verbonden rechten. De informatie dient op een manier te worden weergegeven zodat het analyseren en het begrijpen ervan zo eenvoudig mogelijk wordt gemaakt voor de gebruikers van de prospectus.

Om op een efficiëntere manier te investeren in grensoverschrijdende aanbiedingen van effecten wordt de informatievoorziening in de prospectus opgesteld door toepassing van de IOSCO-standaarden. Deze standaarden zijn uitgegeven door de International Organisation of Securities Commissions.

Voor de prospectus moet een duidelijke tijdslimiet voor de geldigheid ervan worden opgesteld, zodat men kan vermijden dat de informatie in de prospectus achterhaald is. De uitgevende instellingen worden ook verplicht om doorlopend informatie beschikbaar te stellen. Bovendien moeten ze ten minste jaarlijks een lijst opstellen van alle relevante informatie die gedurende de twaalf maanden vooraf bekendgemaakt is.

5.2.5 Taal

Wanneer een aanbieding van effecten aan het publiek wordt gedaan of een toelating van effecten tot de handel wordt aangevraagd enkel en alleen in de lidstaat van herkomst, wordt de prospectus opgesteld in een taal die aanvaard wordt door de bevoegde autoriteit. In België zijn het Nederlands en het Frans, als zowel elke andere taal die gangbaar is in internationale financiële kringen aanvaard door de Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen, de bevoegde autoriteit voor het goedkeuren van de prospectussen. Zo kunnen er ook prospectussen in het Engels worden opgesteld die enkel van toepassing zijn in België. Wanneer men ervoor kiest om de prospectus op te stellen in het Engels, moet men echter de samenvatting vertalen in het Frans en het Nederlands.

5.2.6 Opstelling

De prospectus dient opgesteld te worden in de vorm van één enkel document of in de vorm van afzonderlijke documenten. De vereiste informatie in de afzonderlijke documenten kan men opsplitsen in een registratiedocument, een verrichtingsnota en een samenvatting.

Het registratiedocument omschrijft de gegevens van de uitgevende onderneming terwijl de verrichtingsnota de gegevens bevat over de effecten die aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereguleerde markt worden toegelaten. Het laatste document is de samenvatting, hierin worden de essentiële kenmerken van en de risico's verbonden aan de uitgevende instelling, de eventuele garant en de effecten beschreven. De samenvatting moet als een inleiding van de prospectus worden beschouwd. Om de informatie in de samenvatting toegankelijker te maken mag ze geen technische bewoordingen en niet meer dan 2500 woorden bevatten.

5.2.7 Aanvulling van de prospectus

Wanneer er zich een belangrijke nieuwe ontwikkeling, een materiële vergissing of een onjuistheid voordoet of geconstateerd wordt die van invloed kan zijn op de beoordeling van de effecten tussen het tijdstip van goedkeuring van de prospectus en de definitieve afsluiting van de aanbieding of, in voorkomend geval, het tijdstip waarop de handel op een gereguleerde markt aanvangt, moet dit vermeld worden in een document ter aanvulling van de prospectus. Dit document wordt op dezelfde wijze als de prospectus goedgekeurd binnen de zeven werkdagen en geniet tevens van dezelfde regeling voor de verspreiding ervan. De beleggers die zich eventueel al zouden hebben verbonden, krijgen het recht om gedurende twee werkdagen na de publicatie van aanvulling hun aanvaarding in te trekken.

5.2.8 Goedkeuring en publicatie

De goedkeuring van een prospectus door de bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst moet binnen een termijn van tien werkdagen na indiening ervan worden meegedeeld. Indien het gaat om een primaire aanbieding van effecten wordt de termijn tot twintig werkdagen

verlengd. Pas na goedkeuring door de bevoegde autoriteit mag de prospectus beschikbaar worden gesteld aan het publiek. De publicatie van prospectussen kan op verscheidene manieren verlopen, zoals bijvoorbeeld door opname in één of meerdere landelijke dagbladen of een elektronische vorm op de website van de uitgevende onderneming. De bevoegde autoriteit is tevens verplicht om een lijst op haar website te publiceren met alle goedgekeurde prospectussen van de laatste twaalf maanden, maar mag naar keuze ook een uitgebreidere lijst beschikbaar stellen.

5.2.9 Bevoegde autoriteit

Per lidstaat wordt er één bevoegde autoriteit aangewezen die de verantwoordelijkheid krijgt de prospectussen goed te keuren indien deze conform zijn met de vastgestelde bepalingen van de Richtlijn 2003/71/EG. De bevoegde autoriteit beschikt over alle bevoegdheden die zij nodig heeft om haar taken te kunnen uitvoeren. Zij mag bijkomende informatie eisen, toelating tot handel opschorten en geen goedkeurende verklaringen afleggen aan de uitgevende instellingen, aanbieders of aanvragers van de toelating tot de handel.

Zoals reeds vermeld is de CBFA de bevoegde autoriteit in België. De commissie is ontstaan in 2004 uit de fusie tussen de Commissie voor het Bank- en Financiewezen en de Controledienst voor de Verzekeringen. Het doel van de oprichting van de CBFA is de bescherming van de spaarders en de verzekerden, het veiligstellen van het vertrouwen van het publiek in de financiële producten en diensten en het garanderen van de goede werking van de markten voor financiële instrumenten (site CBFA).

Het toezicht van de CBFA wat de financiële markten betreft slaat niet op de kwaliteit van de belegging zelf, maar op de kwaliteit van de informatieverstrekking aan de beleggers en de goede werking van de voor het publiek toegankelijke markten. In de Prospectuswet worden de taken en bevoegdheden van de CBFA vastgelegd voor de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten of bij toelating tot verhandeling op een gereguleerde markt. Zonder goedkeuring van de prospectus mogen deze niet aan het publiek worden gepubliceerd.

Ook is de CBFA bevoegd om de reclame goed te keuren die vooraf gepaard gaat met beleggingsinstrumenten.

5.3 Belgische Wetgeving

5.3.1 Inleiding

De wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt zorgde voor de omzetting in België van de Richtlijn 2003/71/EG betreffende de prospectus die gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten. Deze wet leidde eveneens tot de wijziging van Richtlijn 2001/34/EG (Vanderheyden e.a., 2007).

Na Richtlijn 2003/71/EG is Verordening 809/2004 van de Commissie van 29 april 2004 opgesteld. Deze verordening staat in voor de uitvoering van de Prospectusrichtlijn op het gebied van de in de prospectus te verstrekken informatie, de vormgeving van de prospectus, de opneming van informatie door middel van verwijzing, de publicatie van de prospectus en de verspreiding van advertenties. De verordening werkt rechtstreeks in de nationale wetgeving en hoeft niet meer omgezet te worden. Deze prospectusverordening betreft wel enkel de geharmoniseerde verrichtingen. Voor wat de niet-geharmoniseerde verrichtingen betreft zijn de oude Belgische prospectusschema's van toepassing uit het Koninklijk Besluit van 31 oktober 1991 (Eubelius, 2006).

5.3.2 Geharmoniseerde en niet-geharmoniseerde verrichtingen

Één van de grootste verschilpunten tussen de Europese Prospectusrichtlijn en de Belgische Prospectuswet is de beoordeling van effecten. In de prospectuswet worden naast de effecten die binnen het toepassingsgebied van de prospectusrichtlijn vallen ook niet-geharmoniseerde verrichtingen geregeld. Onder de niet-geharmoniseerde verrichtingen worden de beleggingsinstrumenten verstaan die onder de definitie vallen van effecten van de wet van 22

april 2003. Voorbeelden van niet-geharmoniseerde verrichtingen zijn geldmarktinstrumenten, afgeleide instrumenten en alle andere instrumenten die het mogelijk maken een financiële belegging uit te voeren ongeacht de onderliggende activa (Vanderheyden, 2007). Voorbeelden van geharmoniseerde verrichtingen zijn effecten zoals aandelen, obligaties en vastgoedcertificaten.

Door het feit dat in de Belgische prospectuswetgeving meer effecten worden erkend dan in de Europese Prospectusrichtlijn wordt er in de wet van 16 juni 2006 een extra onderverdeling gemaakt tussen de prospectussen van geharmoniseerde verrichtingen en verrichtingen die niet door Richtlijn 2003/71/EG worden geharmoniseerd.

Over het algemeen zijn de regelingen van geharmoniseerde en niet-geharmoniseerde verrichtingen gelijk. De CBFA bepaalt nog een paar bijkomende inhoudelijke voorstellen buiten de regeling vervat in het koninklijk besluit voor de niet-geharmoniseerde verrichtingen, zoals bijvoorbeeld het waarden van de aangeboden aandelen. Dit wordt wel niet verwacht voor internationale aanbiedingen omwille van de verantwoordelijkheid ten opzichte van buitenlandse beleggers.

5.4 Risicosectie

De risicosectie is het gedeelte in de prospectus dat gewijd is aan het rapporteren van risico's. In de Prospectusverordening 809/2004 worden bepalingen omtrent de te verstrekken informatie in de prospectus, de vormgeving en de publicatie van de prospectus en de verspreiding van advertenties gegeven. Deze verordening biedt een algemeen kader aan van 17 schema's en bouwstenen voor elke verrichting afhankelijk aan de specifieke aard van de onderneming en aan de aard van het betrokken effect (Vanderheyden, 2007).

De bepalingen die deze verordening stelt met betrekking tot de risico-informatie zijn niet uitgebreid in tegenstelling tot de andere delen uit de prospectus. Zo wordt er voor elk van de 17 schema's en bouwstenen van de prospectus, een vage omschrijving over risicorapportering bijgevoegd. Hieronder worden enkele voorbeelden gegeven.

Wanneer het om een verrichtingsnota voor aandelen gaat zijn de minimale informatievereisten omtrent risicorapportering als volgt omschreven: 'Risicofactoren die van wezenlijk belang zijn voor de effecten die worden aangeboden en/of tot de handel worden toegelaten, moeten op opvallende wijze worden vermeld in een afzonderlijke rubriek met als titel „Risicofactoren” om het mogelijk te maken het aan deze effecten verbonden marktrisico in te schatten' (Verordening 809/2004). Een ander voorbeeld is de omschrijving van de minimale informatievereisten voor het registratiedocument voor door activa gedekte waardepapieren. Hier worden de risicofactoren als volgt beschreven: 'Risicofactoren die eigen zijn aan de uitgevende instelling of aan de sector waarin deze actief is, moeten op opvallende wijze worden vermeld in een afzonderlijke rubriek met als titel „Risicofactoren”.' (Verordening 809/2004).

6 Initial Public Offering

Het laatste hoofdstuk uit de literatuurstudie bevat informatie over een beursintroductie. Zo wordt er eerst een definitie van een IPO gegeven en de evolutie van beursintroducties in de geschiedenis geschetst. Daarna worden de verschillende soorten markten aangehaald waarop een onderneming in België zich kan noteren.

6.1 Definitie

Een beursgang, of een initial public offering, is een operatie die het de onderneming mogelijk maakt dat haar effecten door eender welke belegger, particulier of institutioneel, vrij kunnen worden aangekocht en verkocht op een georganiseerde financiële markt. Wanneer een onderneming de beursintroductie onderneemt brengt zij een bepaald aantal effecten uit die haar kapitaal vertegenwoordigen. Er bestaan twee soorten IPO's, het kan zowel gaan om voordien uitgegeven effecten, een secundaire aanbidding, of het kan om effecten gaan die worden uitgegeven ter gelegenheid van de beursgang, een primaire aanbidding (Euronext, 07/08).

Wanneer een onderneming een beursgang onderneemt, verkiest zij meestal eerst één op de thuismarkt. De reden hiervoor is dat zij hier de meeste bekendheid geniet en daardoor op veel aandacht van de beleggers kan rekenen. Dus is het voor de hand liggend dat wanneer een Belgische onderneming de beurs op gaat zij zich zal richten op de Belgische markten zoals Euronext Brussel, Alternext Brussel en de Vrije Markt Brussel (Vanderheyden e.a., 2007).

6.2 Geschiedenis

Beursintroducties zijn heel gevoelig voor het businessklimaat in België zowel als in de buitenlandse markten. Eind jaren 90 was er een grote stijging van de beursindexen en een grote toevloed van IPO's. Deze bloei in de economie verminderde gedurende de jaren 2000 tot

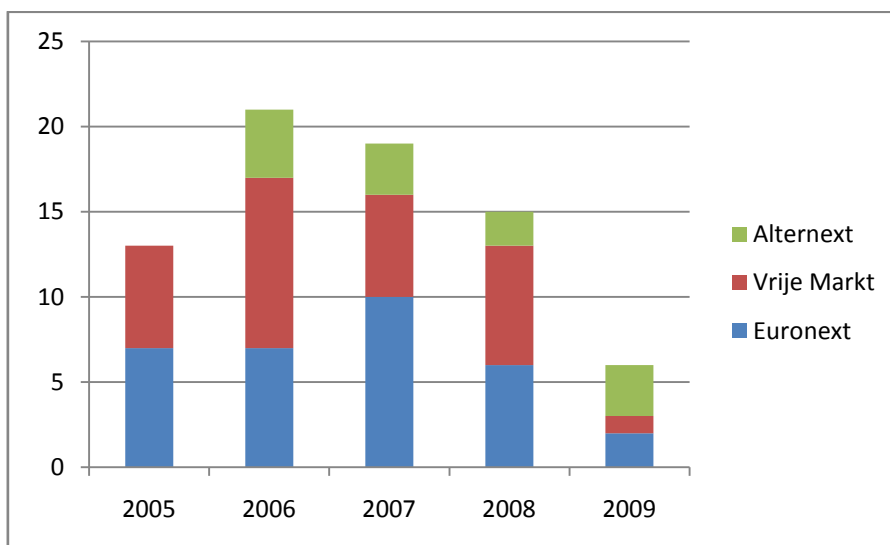
2003. De oorzaak hiervan is te wijten aan verschillende factoren zoals het uiteenspatten van de financiële zeepbel waarop de bedrijven van de nieuwe economie en de telecommunicatiebedrijven werden meegevoerd. Andere factoren waren de aanhoudende zwakte van het economisch klimaat en de bedrijfsresultaten en het wegebben van vertrouwen in de markten na de terroristische aanslagen op 11 september 2001. Sinds het einde van 2003 vinden er weer belangrijke IPO's plaats op de verschillende markten. België kende één grote beursgang van Belgacom in maart 2004, die lange tijd de belangrijkste was in heel Europa.

Welch en Ritter (2002) constateerden al eerder dezelfde cyclus bij beursintroducties van Amerikaanse ondernemingen. In de jaren 80 was er ongeveer 8 biljoen dollar per jaar uitgevende IPO-activiteiten op de beurs. Gedurende de begin jaren 90 verdubbelde deze activiteiten naar 20 biljoen dollar per jaar. Vervolgens verdubbelden de uitgevende IPO-activiteiten naar 35 biljoen dollar per jaar tussen de periode van 1995 tot 1998 en dit verdubbelde de laatste keer in de jaren 1999 en 2000 tot 65 biljoen dollar per jaar. In 2001 begon deze opwaartse stijging uiteindelijk te vallen en waren de IPO-activiteiten teruggevallen naar 34 biljoen dollar per jaar.

6.3 Belgische markten

In België zijn er drie verschillende soorten markten, Euronext, Alternext en de Vrije Markt. Door de lancering van de Vrije Markt en Alternext ontstond er een heropleving van IPO's. De reden hiervoor is voor de hand liggend, want deze twee nieuwe markten zijn niet rechtstreeks onderworpen aan de Europese richtlijnen. Ondernemingen die op deze markten effecten uitgeven, moeten bijgevolg veel minder informatie verplicht publiceren. De drie gereguleerde markten zullen in de volgende paragrafen verder worden besproken.

Aantal IPO's van Belgische ondernemingen 2005-2009



Figuur 3: Eigen creatie, gegevens euronext

6.3.1 Euronext

Euronext is de strengst gereguleerde markt in België. Deze beurs is in 2000 ontstaan uit een fusie van de beurzen van Parijs, Amsterdam en Brussel. Later fusioneerden nog de beurzen van Lissabon, Liffe, Londense derivatenmarkt en NYSE met Euronext. Sinds de fusie met NYSE gaat Euronext door het leven als NYSE-Euronext en valt de Belgische beurs in deze groep.

Ondernemingen op Euronext Brussels zijn in België aan de strengste voorwaarden gehouden. Zo moeten zij zich houden aan de Belgische en Europese wetgevingen, de Corporate Governance Code en hun boekhouding en financiële verslagen opstellen volgens de IFRS-normen.

De reden waarom Euronext Brussels, de Vrije Markt en Alternext Brussels heeft opgericht is dat de verplichtingen verbonden aan een beursgang op de gereguleerde markt te streng zijn voor vele ondernemingen in België. Wanneer een onderneming toegang wenst tot de gereguleerde markt moet ze over een beurskapitalisatie van minstens 50 tot 70 miljoen euro beschikken. Aangezien België een KMO-land is, konden veel ondernemingen hierdoor geen toegang verkrijgen tot de Belgische beurs.

6.3.2 Vrije Markt

In 2004 richtte Euronext Brussels de Vrije Markt op. Het doel van de Vrije markt is het aanbieden van een ideaal platform voor veelbelovende KMO's die op zoek zijn naar groeifinanciering. Ook biedt zij een verhoogde zichtbaarheid aan voor de KMO's. Deze markt wordt als een Multilateral Trading Facility beschouwd. Het is geen gereguleerde markt volgens de Europese richtlijnen of naargelang de Belgische wetgeving. Daarom opereren de ondernemingen op de Vrije Markt in een veel minder strenge reglementering dan de ondernemingen die op de gereguleerde Euronext actief zijn.

Een groot verschil tussen de Vrije Markt en de Euronext is dat deze geen verplichte minimum free float hebben, m.a.w. het minimumpercentage aandelen dat op de markt moet worden gebracht. Een ander verschil is dat de Vrije Markt niet verplicht is haar boekingshouding uit te voeren naar de IFRS-normen. Ook wordt er van ondernemingen op de Vrije Markt niet geëist dat zij hun ondernemingsstructuren aanpassen om in overeenstemming te zijn met de Belgische Corporate Governance Code. Wanneer zij van deze Code afwijken moeten zij dit dus niet verantwoorden. Een derde verschil is dat de ondernemingen op de Vrije Markt niet verplicht zijn om tussentijdse resultaten of koersgevoelige informatie te publiceren, maar zij mogen dit optioneel wel toepassen. Een laatste verschilpunt is dat op de Vrije Markt er geen verplichte participatiemelding geldt wanneer één aandeelhouder een concentratie aandelen van meer dan 5% bezit. Deze minder strenge eisen zorgen ervoor dat de procedure voor een beursintroduktie vergemakkelijkt wordt.

Wanneer een onderneming op de Vrije Markt genoteerd wil worden dient zij eveneens een prospectus op te stellen en in te dienen voor goedkeuring bij de Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen. De prospectus bevat alle informatie zoals in de Prospectusregelingen is voorgeschreven, maar dient zich zoals eerder niet aan bepaalde bepalingen te houden. De rapportering volgens het IFRS en het weglaten van koersgevoelige informatie zijn hier voorbeelden van.

6.3.3 Alternext

Alternext Brussels werd in juni 2006 opgericht door Euronext. De vereisten die op deze markt gelden liggen tussen die van de Vrije Markt en van de gereguleerde markt. Alternext wordt door de Europese richtlijnen niet beschouwd als een gereguleerde markt en wordt eveneens als de Vrije Markt als een MTF bestempeld. Thans kunnen we wel stellen dat de vereisten van Alternext hoger liggen dan de eisen die gelden op de Vrije Markt. Het doel van deze markt is zoals bij de Vrije Markt de procedure voor het aantrekken van kapitaal te vereenvoudigen voor KMO's en hen een hogere visibiliteit geven.

Zoals bovenstaand reeds vermeld is, liggen de eisen van de regelgeving voor Alternext tussen die van de regelgeving van de twee andere markten in. Net zoals bij de gereguleerde markt zijn de ondernemingen op Euronext onderworpen aan een minimum free float. Voor Alternext moet het bedrag waarvoor zij een beroep doet op de markt minstens 2,5 miljoen euro bedragen of 5 miljoen euro wanneer de uitgifte van nieuwe aandelen betrekking heeft op een notering na een private plaatsing. Een andere overeenkomst met de gereguleerde markt is dat de ondernemingen op Alternext ook periodieke en koersgevoelige informatie moeten publiceren. De overeenkomsten met de Vrije Markt zijn dat de ondernemingen van Alternext ook niet verplicht zijn om hun financiële verslagen weer te geven volgens de IFRS-normen en tevens hun ondernemingsstructuren niet moeten laten overeenkomen met de bepalingen in de Corporate Governance Code. Wel stelt Alternext twee toelatingsvoorwaarden die niet vereist worden op de Vrije Markt. Dit is dat de ondernemingen minstens twee jaar moeten bestaan en een Listing Sponsor hebben aangesteld. Deze laatste zal hun dan helpen met alles wat met een beursintroductie te maken heeft en met de informatieverplichtingen.

Wanneer een onderneming op de Alternext genoteerd wil worden moet zij ook een prospectus opstellen. Deze dienst ook goedgekeurd te worden door het CBFA. In tegenstelling tot de Vrije Markt waar het CBFA niet veel invloed heeft, heeft het dit wel op ondernemingen uit de Alternext. Het CBFA vereist van de ondernemingen op Alternext bijvoorbeeld dat zij periodieke en koersgevoelige informatie bekendmaken en participatiemeldingen maken.

Wanneer beleggers op ondernemingen in de Vrije Markt of Alternext investeren weten zij ook dat hun risico aanzienlijk hoger ligt dan op de gereguleerde markt. Dit komt door de minder scherpe eisen die deze twee markten stellen aan de ondernemingen.

7 Hypotheses

7.1 Auditor

In de prospectus van een beursintrodactie wordt volgens de prospectuswet en de regelingen van de markten zelf geëist dat de onderneming tenminste de jaarrekening van het vorige boekjaar opneemt. Aangezien auditors deze informatie in de jaarrekening controleren is dit een teken van accuraatheid (Changa, Gygawa, Oona en Zhanga, 2008). De kwaliteit van de audit is grotendeels afhankelijk van het auditkantoor. Zo wordt er aangenomen dat grote, reputatieve accountingondernemingen beter uitgerust zijn ten opzichte van kleinere accountingondernemingen (Langendijk, 1994). Investeerders zijn ook eerder geneigd om te investeren in ondernemingen die een kwaliteitsvolle auditor hebben aangesteld, omdat men verwacht dat deze informatie betrouwbaarder is (Changa, Gygawa, Oona en Zhanga, 2008). Uit deze gevonden informatie kan er ook verondersteld worden dat de mate van risicorapportering hoger ligt bij een onderneming die een kwaliteitsvolle auditor aanstelt. De hypothese die hieruit volgt is:

Hypothese 1: De mate van risicorapportering is significant hoger wanneer de audit door een kwalitatieve auditor wordt gedaan.

7.2 Leeftijd

De risico's van een onderneming zijn ook afhankelijk van de bestaansduur. Zo wordt er verondersteld dat oudere ondernemingen minder risicovol zijn ten opzichte van nieuwe groeiende ondernemingen. Hierdoor zullen oudere ondernemingen bij een beursintrodactie minder risico-informatie moeten communiceren (Orens en Derboven, 2008). Hieruit kan ook afgeleid worden dat de risicorapportering van de jonge ondernemingen uitgebreider zijn dan die van oudere ondernemingen. Hieruit volgt volgende hypothese:

Hypothese 2: Oudere ondernemingen rapporteren significant minder over risico's dan nieuwkomers.

7.3 Bedrijfssector

De mate van rapportering is ook afhankelijk van de sector waarin de onderneming opereert. Botosan (1997) stelt dat in het algemeen, verschillende industrieën verschillende patronen hebben in rapporteren. Uit onderzoek is gebleken dat de financiële sector het best rapporteert over haar risico's (Huybrechts, 2007). Dit is niet onlogisch, aangezien deze sector onderworpen wordt aan strengere normen en wetgevingen. Omwille van deze verschillende wetgevingen en normen, worden deze ondernemingen uit de steekproef gelaten.

Door het feit dat deze studie gebaseerd is op een relatieve kleine steekproef van 40 ondernemingen worden de ondernemingen in risicovolle en niet-risicovolle sectoren onderverdeeld. Onder de risicosectoren worden telecommunicatie, informatietechnologie en de biotechnologie-industrieën verstaan. Deze hoogtechnologische ondernemingen hebben immers een hogere informatie-asymmetrie dan laagtechnologische ondernemingen. Zij halen dus meer voordeel bij het vrijgeven van vrijwillige informatie (Guo et al., 2004). Hoogtechnologische ondernemingen doen ook in veel grotere mate beroep op de beursmarkt voor het bekomen van de nodige externe financieringsmiddelen in vergelijking met laagtechnologische ondernemingen (Zingales, 1998). Gegeven deze kenmerken kan er verondersteld worden dat risicovolle, hoogtechnologische ondernemingen meer rapporteren over risico's dan andere ondernemingen. Hierdoor wordt de volgende hypothese getest:

Hypothese 3: Risicovolle, hoogtechnologische ondernemingen rapporteren meer over risico's dan niet-risicovolle laagtechnologische ondernemingen.

7.4 Primaire of secundaire aanbidding

Een primaire aanbidding wil zeggen dat de onderneming nieuwe effecten op de markt brengt en nieuw kapitaal ophaalt. Daarentegen is een secundaire aanbidding een aanbidding van bestaande aandelen. Deze aanbidding gebeurt doordat bestaande aandeelhouders hun aandelen verkopen op de markt.

Wanneer een onderneming nieuwe effecten op de beurs aanbiedt, gaat dit gepaard met meer risico's in tegenstelling tot wanneer oude aandeelhouders hun effecten op de beurs verhandelen. Dit komt omdat er bij een primaire aanbieding een bestemming moet worden gegeven aan het nieuwe opgehaalde kapitaal. De bestemming is meestal voorzien voor een investering in een nieuw project. Aangezien er geen zekerheid gegeven kan worden over het slagen van het nieuwe project, is een primaire aanbieding een additionele bron van onzekerheid voor de investeerders. Bij een verhandeling van bestaande effecten op de beurs, moet er geen nieuwe bestemming worden gegeven aan het opgehaald kapitaal. Hierdoor kan er verondersteld worden dat een onderneming met een primaire aanbieding meer risico's rapporteert dan ondernemingen die een secundair aanbod doen. Deze veronderstelling levert de volgende hypothese op:

Hypothese 4: De mate van risicorapportering is groter voor een primaire uitgifte in vergelijking met een secundaire uitgifte van aandelen.

7.5 Markt

Belgische ondernemingen kunnen op drie verschillende markten noteren. De Euronext is de enige gereguleerde markt in België en kent strenge normen en een strenge regelgeving. Zo moeten ondernemingen voldoen aan de Belgische Corporate Governance Code, de Belgische Prospectuswet en rapporteren volgens de IFRS-normen. De ondernemingen die actief zijn op de Vrije Markt en de Alternext zijn aan mindere zware eisen onderworpen. Aangezien deze regelgevingen invloed hebben op de bepalingen omtrent het rapporteren over risico's kan er gesteld worden dat de ondernemingen die actief zijn op de Euronext meer risico's bespreken dan ondernemingen op de Vrije Markt en de Alternext.

Hypothese 5: De markt waarop de IPO intreedt bepaalt de mate van risicorapportering.

7.6 Ondernemingsgrootte

Grote ondernemingen worden verondersteld meer complex te zijn en meer gevarieerde activiteiten te ondernemen. Deze factoren zorgen ervoor dat het inherente risico stijgt en de managers geneigd zijn om meer informatie over deze risico's vrij te geven (Deumes en Knechel, 2008). In eerdere onderzoeken in verband met risicorapportering is er vaak een positief significant verband gevonden tussen de grootte van de onderneming en de mate van rapportering. Michiels, Vandemaele en Vergauwen (2009) vinden bijvoorbeeld een positieve relatie in Belgische beursgenoteerde bedrijven. Linsley en Shrives (2006) vinden een gelijkaarde relatie in een studie van UK-ondernemingen. Ook Deumes en Knechel (2008) bevestigen deze relatie in hun onderzoek van Nederlandse ondernemingen. Uit deze bevindingen kan geconcludeerd worden dat de relatie tussen de grootte van de onderneming en het aantal risicorapporteringen positief gerelateerd is. Dit geeft de volgende hypothese:

Hypothese 6: Er is een positieve relatie tussen de ondernemingsgrootte en de mate van risicorapportering.

7.7 Winstgevendheid

De prestaties van de onderneming kunnen ook een invloed hebben op de rapportering van risico's. Wanneer een onderneming goede prestaties levert kan dit ertoe leiden dat investeerders in deze onderneming minder geïnteresseerd zijn in de risico's. Hierdoor zullen deze ondernemingen geringer informeren over hun risico's (Deumes en Knechel, 2008). In hun onderzoek vinden zij een negatieve significante relatie tussen winstgevendheid en risicorapportering. Michiels, Vandemaele en Vergauwen (2009) bevestigen deze negatieve relatie in hun onderzoek bij Belgische ondernemingen. Een zevende hypothese volgt hieruit:

Hypothese 7: Er is een negatieve relatie tussen de winstgevendheid van de onderneming en de mate van risicorapportering.

7.8 Aanwezigheid risicomanagement of risicocomité

Van ondernemingen waar een risicobeleid is ingevoerd en een risicomanagement of risicocomité aanwezig is wordt verwacht dat zij meer rapporteren over risico's dan ondernemingen die dit niet doen. In het onderzoek van Michiels, Vandemaele en Vergauwen (2009) is er geen significante relatie gevonden tussen het aantal risicorapporteringen en de aanwezigheid van een risicocomité. De hypothese omtrent de aanwezigheid van een risicocomité of risicomanagement wordt als volgt omschreven:

Hypothese 8: Er is een positieve relatie tussen de aanwezigheid van een risicocomité of risicomanagement en het aantal risicorapporteringen.

7.9 Schuldgraad

Wanneer een onderneming een hoge schuldgraad heeft wordt er verondersteld dat deze hoge agency-kosten heeft, aangezien de kans op conflicten tussen de aandeelhouders en de vreemde schuldeisers groter is (Jensen en Meckling, 1976). Als schulden een groot deel uitmaken van de kapitaalstructuur van de onderneming, krijgen de schuldeisers meer invloed op het financieringsbeleid en de dividendpolitiek. Dit zorgt voor een belangconflict waardoor men verwacht dat ondernemingen meer informatie gaan vermelden (Oyelere et.al., 2003). Ook betekent een hogere schuldgraad een groter risico voor de onderneming en eisen de investeerders meer informatie van de onderneming (Walker en Louvari, 2003). Gegeven deze kenmerken van de agency-theorie kan de volgende hypothese getest worden:

Hypothese 9: De mate van rapportering van risico-informatie is positief gerelateerd aan de schuldgraad van de onderneming.

8 Opzet van de empirische studie

Hoofdstuk 8 bevat de beschrijving van onderzoeksopzet van deze studie. De onderzoeksopzet bestaat uit een bespreking van de steekproef en de data. Daarna wordt de onderzoeksmethode uitgelegd. Ten laatste worden zowel de afhankelijke als de onafhankelijke variabelen van het empirisch onderzoek besproken.

8.1 Steekproef en data

De steekproef bestaat uit Belgische ondernemingen met een beursintroductie tijdens de periode 2005-2009. Een lijst van de ondernemingen met een beursintroductie gedurende deze periode is beschikbaar op de website van Euronext (www.euronext.com). Gezien het tijdrovend proces van de inhoudsanalyse, wordt niet de gehele populatie van 74 IPO's onderzocht. Na enkele eliminaties toegepast te hebben bedraagt de uiteindelijke steekproef 40 ondernemingen.

De eerste eliminatie, die gebaseerd is op onderzoeken van Beretta en Bozzolan (2004), Deumes en Knechel (2008), Linsley en Shrivies (2006) en Michiels, Vandemaele en Vergauwen (2009), bestaat uit het elimineren van 3 financiële ondernemingen uit de steekproef. Deze instellingen zijn onderworpen aan strengere normen in verband met risicorapporteren en geven dus significante verschillende risicorapporten uit.

Daarnaast werd er ook gekeken naar welke prospectussen beschikbaar worden gesteld op de site van Euronext of op de site van CBFA (www.cbfa.be). Door deze toepassing werden 6 ondernemingen waarvan de prospectussen niet beschikbaar zijn op één van deze sites eveneens uit de steekproef gelaten.

Als laatste werden er 25 prospectussen niet geanalyseerd omdat de prospectussen niet beschikbaar zijn in het Nederlands of in het Engels. Deze eliminatie wordt toegepast om de consistentie van het coderen van de prospectussen te verbeteren. Appendix A bevat een lijst van de onderzochte ondernemingen.

8.2 Onderzoeksaanpak

De onderzoeksmethode gebruikt in deze studie om de mate van risico-informatie die wordt vermeld in een prospectus te onderzoeken is de inhoudsanalyse. Deze methode wordt vaak gebruikt in het analyseren van de inhoud van jaarverslagen en prospectussen zoals in de onderzoeken van Beretta en Bozzolan (2004), Deumes (2008), Linsley en Shrives (2006), Michiels, Vandemaele en Vergauwen (2009) en Orens en Derboven (2008). De inhoudsanalysemethode bestaat eruit om data uit geschreven documenten te verzamelen door de informatie te coderen aan een vooraf opgesteld coderingsschema (Krippendorf, 1980). Op deze manier kunnen er patronen in de risicorapportering worden vastgesteld. Aangezien er geen algemene theoretische richtlijnen bestaan voor het opstellen van een coderingsschema wordt deze onderworpen aan subjectiviteit waardoor er problemen kunnen ontstaan met de betrouwbaarheid ervan (Bukh e.a.,2005). Krippendorf (1980) identificeert drie verschillende types van betrouwbaarheid waaraan een inhoudsanalyse moet voldoen: stabiliteit, reproduceerbaarheid en nauwkeurigheid.

Aangezien er in dit onderzoek enkel één codeur is, worden de resultaten niet getest op reproduceerbaarheid door een andere onderzoeker en worden ze dus onderworpen aan de subjectiviteit van de codeur. Hierdoor zijn de resultaten minder valide dan wanneer meerdere codeurs de prospectussen hadden geanalyseerd.

De inhoud van de prospectussen wordt gecodeerd aan de hand van zinnen die een risico bevatten zoals de items in het coderingsschema weergeven. Er bestaan ook nog andere eenheden om te coderen zoals een bepaald woord of pagina's proporties (Linsley en Shrives, 2006). De meeste onderzoeken omtrent risicorapportering worden geanalyseerd op basis van het aantal zinnen waarin risico's vermeld zijn, zoals bijvoorbeeld in het onderzoek van Michiels, Vandemaele en Vergauwen (2009), Linsley en Shrives (2006) en Orens en Derboven (2008).

Om het risico op subjectiviteit voor het opstellen van het coderingsschema zo miniem mogelijk te maken is het schema gebaseerd op voorafgaande onderzoeken van risicorapporteringen. Het coderingsschema gebruikt in het onderzoek van Michiels, Vandemaele en Vergauwen (2009),

dat reeds gebaseerd was op het schema van Linsley en Shrives (2006), werd aangepast door het toevoegen van enkele items uit het coderingsschema gebruikt in het onderzoek van Deumes (2008), dat gebaseerd was op raamwerk van Miller (1992). Op deze manier bekomen we vier categorieën die reeds zijn besproken in paragraaf 2.2 Risicocategorieën.

Tabel 1 Coderingsschema

Financieel risico	Wet-Belasting- en Regelgevingrisico
Interestvoet risico	Rechtszaken
Aandelenkoersrisico	Belastingverandering
Wisselkoersrisico	Regelgevingverandering en regelgevingrisico's
Grondstoffenprijrisico	Veranderingen in de politieke omgeving
Kredietrisico	Boetes/Schadevergoeding
Liquiditeitsrisico	Intellectueel eigendom
Overnames	Onbevoegd gebruik intellectuele eigendommen
Schuldenrisico	
Financieringsrisico	Businessrisico
Prestaties	Vraag
Marktprijs	Verkoopprijs
Aanbod (Effecten/Obligaties)	Productiekost
Risico's aan markt (Euronext, Alternext, Vrije Markt)	Concurrentie
Controle Aandeelhouder	Voorraad
Lock-up risico	Strategisch risico
Dividendbeleid	Investeringen
Verwatering	Risico van het verliezen van marktwaarde
Vraag beurs	Onvoorspelbare economische cyclussen
Operationeel risico	Seizoensgebonden risico's
Falen van interne processen	Product levenscyclus
Falen van mensen	Substitutierisico
Falen van systemen	Reputatierisico
Informatiebeoordeling en beschikbaarheid risico	Industrie/Sector
Frauderisico	Product
Omgevingsrisico	Leveranciers
Interne controle zwakheid	Klanten
Productaansprakelijkheid	Derden (partners, samenwerkingsverbanden)
Veiligheid en gezondheid	Ondernemingsstructuur
Human resources issues	Groei
Infrastructuur	Internationale economie

Bron: Eigen creatie, gebaseerd op Michiels, Vandemaele, Vergauwen (2009) en Deumes (2008)

8.3 Variabelen

Om de hypothesen te testen die opgesteld zijn in hoofdstuk 7 van deze studie worden de variabelen onderverdeeld in een afhankelijke variabele en 11 onafhankelijke variabelen

8.3.1 Afhankelijke variabele

De afhankelijke variabele is de optelsom van de vier risicocategorieën (RC_TOT). Deze vier variabelen bestaan uit RC_FIN (financiële risico's), RC_OPER (operationele risico's), RC_REG (wet-, belasting- en regelgevingrisico's) en RC_BUS (businessrisico's). Deze variabelen werden berekend door het aantal risicogerelateerde zinnen in de prospectussen van de ondernemingen op te tellen.

$$RC_TOT = RC_FIN + RC_OPER + RC_REG + RC_BUS$$

8.3.2 Onafhankelijke variabelen

De gegevens voor de onafhankelijke variabelen zijn gehaald uit de prospectussen van de 40 onderzochte ondernemingen, die beschikbaar waren via Euronext of het CBFA.

De grootte van de onderneming wordt gemeten aan de hand van het balanstotaal (BATOT) van het einde van het vorig boekjaar. Ook het aantal werknemers wordt gebruikt om de grootte van de onderneming te meten. De winstgevendheid van een onderneming wordt gemeten door twee variabelen, de return on assets en de return on equity. ROA wordt berekend door de nettowinst van het vorig boekjaar te delen door de totale activa van het vorig boekjaar. ROE wordt berekend door de nettowinst van het vorig boekjaar te delen door het eigen vermogen van het vorig boekjaar. De leeftijd (LFTD) van een onderneming *i* wordt gemeten door het verschil tussen het jaartal van de oprichting van onderneming *i* met het jaartal van de beursintroductie van *i*.

De schuldgraad (SG) wordt gemeten door de totale schulden van vorig boekjaar te delen door het eigen vermogen van het vorig boekjaar.

Om te kijken of de industrieën waarin de ondernemingen actief zijn invloed hebben op de risicorapportering wordt er een dummy variabele gecreëerd. Aangezien het een kleine steekproef is, zijn niet alle industrieën representatief aanwezig en wordt er enkel een onderscheid gemaakt tussen de risicovolle en niet-risicovolle industrieën. Zoals eerder al vermeld zijn de risicovolle industrieën de telecommunicatie, de informatietechnologie en de biotechnologie.

IND_i = 1 wanneer onderneming i opereert in een risicovolle industrie
= 0 indien niet zo

Eveneens als voor de industrieën wordt er voor het meten van de auditkwaliteit een dummy variabele opgesteld. Deloitte, Ernst & Young, KPMG en PriceWaterhouseCoopers worden verondersteld meer kwaliteitsvolle auditkantoren te zijn dan andere.

AUD_i = 1 wanneer onderneming i geauditeerd is door één van de Big Four
= 0 indien niet zo

Om het markteffect te meten zijn er drie dummy variabelen gecreëerd, die een score van 1 hebben indien de onderneming tot die markt behoort en een 0 indien dat niet het geval is. De drie variabelen zijn EURO (Euronext), VRMRKT (Vrije Markt) en ALTER (Alternext). Om na te gaan of er een onderscheid is van risicorapportering tussen een primaire of secundaire aanbieding is er een dummy variabele gecreëerd.

AANBOD_i = 1 wanneer de onderneming i een primaire aanbieding heeft
= 0 indien niet zo

De variabele MAN is ook een dummy variabele. Ze maakt een onderscheid in de ondernemingen waar een risicomangement of risicocomité aanwezig is en ondernemingen waar dit niet aanwezig is.

MAN_i = 1 wanneer er een risicomangement of risicocomité aanwezig is in
de onderneming i
= 0 indien niet zo

Tabel 2 Overzicht van de variabelen

Variabele	Definitie	Meetbaarheid
RC_FIN	Financiële risicorapportering	Het aantal financiële risicogerelateerde zinnen in de prospectus
RC_OPER	Operationele risicorapportering	Het aantal operationele risicogerelateerde zinnen in de prospectus
RC_REG	Wet-, Belasting- en regelgeving-risicorapportering	Het aantal wet-, belasting- en regelgeving risicogerelateerde zinnen in de prospectus
RC_BUS	Business risicorapportering	Het aantal business risicogerelateerde zinnen in de prospectus
BATOT	Balanstotaal	Balanstotaal van vorig boekjaar
ROA	Winstgevendheid	ROA (nettowinst / boekwaarde van totaal der activa)
ROE	Winstgevendheid	ROE (nettowinst/ boekwaarde van eigen vermogen)
LFTD	Leeftijd	Het aantal jaren vanaf de oprichting tot met het moment van de beursintroductie
WN	Werknemers	Aantal werknemers
SG	Schuldgraad	SG (totale schulden/totale eigen vermogen)
IND	Industrie	IND _i = 1 wanneer onderneming i opereert in een risicovolle industrie en 0 indien niet zo
AUD	Auditor	AUD _i = 1 wanneer onderneming i geauditeerd is door een kwaliteitsvolle auditor en 0 indien niet zo
EURO	Euronext	EURO _i = 1 wanneer onderneming i een beursintroductie heeft gehad op Euronext en 0 indien niet zo
VRMRKT	Vrije Markt	VRMRKT _i = 1 wanneer onderneming i een beursintroductie heeft gehad op de Vrije Markt en 0 indien niet zo
ALTER	Alternext	ALTER _i = 1 wanneer onderneming i een beursintroductie heeft gehad op Alternext en 0 indien niet zo
AANBOD	Primaire of Secundaire aanbidding	AANBOD _i = 1 wanneer onderneming i een primaire aanbidding heeft en 0 indien niet zo
MAN	Risicomanagement of Risicocomité	MAN _i = 1 wanneer in onderneming i een risicomanagement of risicocomité aanwezig is en 0 indien niet zo

9 Empirisch onderzoek

Het hoofdstuk bestaat uit vier delen, waarvan het eerste deel bestaat uit de bespreking van de beschrijvende statistiek. Het volgende deel is gewijd aan de normale verdeling van de verscheidene variabelen. Daarna worden de hypothesen getest zowel door enkelvoudige analyses en multivariate analyses.

9.1 Beschrijvende statistiek

Tabel 3 bevat de beschrijvende statistieken van de afhankelijke variabelen. Voor elke variabele is het minimum, het maximum, de optelsom, het gemiddelde, de standaardafwijking en de mediaan gegeven. In het totaal zijn er 2775 risicogerelateerde zinnen geïdentificeerd in de 40 prospectussen met een gemiddelde van 69 risicogerelateerde zinnen per prospectus. De variatie in het aantal risicorapporteringen is groot, met een minimum van 22 zinnen en een maximum van 159 zinnen.

Tabel 3 Beschrijvende statistiek

	N	Minimum	Maximum	Som	Gemiddelde	Std. Afwijking	Mediaan
RC_FIN	40	11	42	1022	25,55	7,971	23
RC_OPER	40	0	31	401	10,03	8,182	8
RC_REG	40	0	41	483	12,08	10,222	10
RC_BUS	40	7	58	869	21,73	9,724	20
RC_TOT	40	22	159	2775	69,37	28,514	66

Voor de operationele en wet-, belasting- en regelgevingcategorie is er telkens minstens 1 onderneming die niet over deze risico's rapporteert. In tabel 4 wordt hieromtrent gedetailleerdere informatie weergegeven. 10% van de ondernemingen informeren niet over operationele risico's. Ook wordt er door 10% van de ondernemingen geen informatie over wet-, belasting- en regelgevingsrisico's weergegeven. Toch rapporteren alle ondernemingen minstens over een aantal risico's aangezien het minimum van de totale risicorapportering 22 zinnen bedraagt.

Tabel 4 Onderneming die niet rapporteren over een risicocategorie

Categorie	Percentage van de totale steekproef (N=40)
Financieel	0%
Operationeel	10%
Wet, Belasting en Regelgeving	10%
Business	0%

Uit tabel 3 kan er eveneens worden vastgesteld dat de ondernemingen het meest rapporteren over financiële risico's en als tweede over businessrisico's, met totale optelsommen van respectievelijk 1022 en 869 zinnen. Over de andere twee categorieën, operationele risico's en wet-, belasting- en regelgevingrisico's, wordt er significant minder gerapporteerd in de prospectussen van de 40 ondernemingen.

Tabel 5 geeft de belangrijkste beschrijvende statistieken weer van de onafhankelijke variabelen. Van elk van deze variabelen wordt het minimum, het maximum, de optelsom, het gemiddelde, de standaardafwijking en de mediaan gegeven. Enkel de variabelen EUR, VRMRKT en ALTER worden hier nog niet besproken, maar volgt in paragraaf 9.3 enkelvoudige analyses. Deze tabel bevat 4 dummy variabelen: AUD, MAN, AANBOD en IND.

Uit deze tabel kan afgeleid worden dat niet alle ondernemingen evenveel gegevens publiceren. Zo zijn er vijf ondernemingen die geen jaarrekening van vorig boekjaar in hun prospectus hebben toegevoegd, aangezien zij pas sinds het jaar van de beursintroductie zijn opgericht. 12 ondernemingen uit de steekproef zijn actief in een risicovolle industrie. De helft van de ondernemingen heeft één van de Big Four-auditors aangesteld. Ongeveer 45% van de ondernemingen bezit een risicocomité of risicomangement en 50% van deze ondernemingen doet een primaire aanbidding op de beurs. Hierbij moet vermeld worden dat wanneer een onderneming zowel nieuwe als oude effecten op de markt bracht, ze onder de categorie, primaire aanbidding, geassocieerd werd.

De gemiddelde schuldgraad van de ondernemingen van de steekproef bedraagt 0,56%. Dit wil zeggen dat ongeveer 56% van de financieringsmiddelen van de ondernemingen bestaan uit vreemd vermogen. Het aantal werknemers heeft een grote spreiding, zo zijn er ondernemingen

die geen werknemers aanstellen en ondernemingen die door jarenlange ervaring zijn uitgegroeid tot een grote multinational en veel werknemers tewerkstellen.

Tabel 5 Beschrijvende statistiek

	N	Minimum	Maximum	Som	Gemiddelde	Std. Afwijking	Mediaan
AUD	40	0	1	20	0,5	0,506	0
LFTD	40	0	33	320	8	7,949	6
MAN	40	0	1	18	0,45	0,504	0
AANBOD	40	0	1	19	0,4750	0,50574	0
IND	40	0	1	12	0,3	0,464	0
WN	36	0	1354	6030,55	167,5154	320,2246	45
ROA	33	-1,4165	2,7566	-0,7438	-0,022541	0,594867	0,0046
ROE	33	-2,15	7,08	6,99	0,2118	1,40193	0,0328
BATOT	33	38.883	677.611.000	1.438.109.336	43.579.070	1,19E+08	1,16E+07
SG	34	0	1,6305	18,9458	0,557228	0,344405	0,5916
Valid N (Listwise)	33						

9.2 Normale verdeling

Alvorens de hypotheses te toetsen met behulp van enkelvoudige en multivariate testen, worden de variabelen onderworpen aan testen in verband met hun verdeling. De normale verdeling is in dit onderzoek getest door de Kolmogorov-Smirnovv-test en het tekenen van de Q-Q plots.

De Kolmogorov-Smirnovv-test gaat na of de verdeling van de variabelen verschillen van een normale verdeling. De nulhypothese wordt gedefinieerd als volgt: 'er is geen verschil tussen de normale verdeling en de verdeling van een bepaalde variabele'. Wanneer de p-waarde lager dan 0,05 is, wil dit zeggen dat de verdeling van de variabele significant verschillend is ten opzichte van de normale verdeling, waardoor de nulhypothese verworpen kan worden.

Uit tabel 6 kan er afgeleid worden dat 4 variabelen een lagere p-waarde hebben dan 0,05. Deze variabelen zijn ROE, ROA, BATOT en WN en hebben geen normale verdeling. De andere 7 variabelen daarentegen vertonen een normale verdeling van hun gegevens. De 3 variabelen waarvan de verdeling niet normaal was, worden omgezet in een natuurlijk logaritme. Dit wordt gedaan om de impact van extreme waarden te minimaliseren en een benadering van een normale verdeling te bereiken (Linsley en Shrives, 2006; Michiels, 2008).

Tabel 6 Kolmogorov-Smirnov-test 1

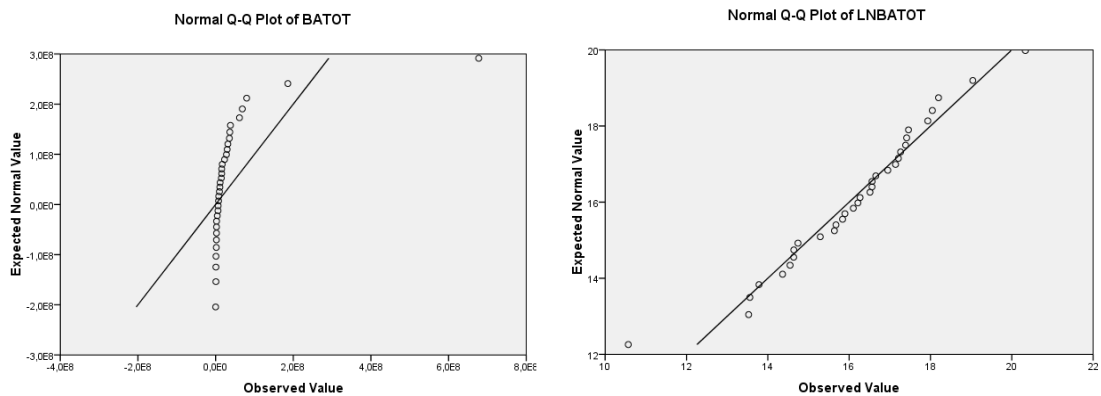
	LFTD	ROA	ROE	BATOT	SG	WN
N	40	33	33	33	34	36
Kolmogorov-Smirnov Z	1,265	1,934	1,767	2,104	0,497	1,924
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,082	0,001	0,004	0	0,966	0,001
	RC_TOT	RC_FIN	RC_OPER	RC_REG	RC_BUS	
N	40	40	40	40	40	
Kolmogorov-Smirnov Z	0,945	0,952	0,934	0,988	0,535	
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,334	0,325	0,347	0,284	0,937	

Uit onderstaande tabel blijkt dat na de omzetting van de 4 variabelen in een natuurlijk logaritme, ze allemaal een hogere p-waarde hebben dan de significante waarde van 0,05. Hieruit kan geconcludeerd worden dat al deze variabelen een normale verdeling hebben.

Tabel 7 **Kolmogorov-Smirnov-test 2**

	LNBATOT	LNROE	LNROA	LNWN
N	33	20	19	33
Kolmogorov-Smirnov Z	0,543	0,622	0,83	0,704
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,93	0,833	0,497	0,705

Een andere methode om na te gaan of de variabelen normaal verdeeld zijn, is het tekenen van Q-Q plots. De variabelen zijn allemaal aan deze methode onderworpen. Onderstaand wordt er een Q-Q plot voorbeeld gegeven van zowel voor als na de omzetting van de BATOT variabele in een natuurlijk logaritme.



Figuur 4 & 5: Normal Q-Q Plot van BATOT en LNBATOT

9.3 Enkelvoudige analyse

Voor het testen van de enkelvoudige analyses, wordt er gebruik gemaakt van de T-test, F-test en eveneens van de Pearson's Correlatie coëfficiënt-toepassing. Voor enkele dummy variabelen, zoals IND en EURO,VRMRKT en ALTER wordt een kruistabel opgesteld.

De eerste methode waarmee de hypothesen getest worden is de T-test. Deze test vergelijkt de gemiddelde scores van de totale risicorapportering van de twee groepen. De groepen worden gecreëerd door de onafhankelijke variabelen op te splitsen. Wanneer het om een dummy variabele gaat, worden de ondernemingen met score 0 aan groep 0 toegewezen en de andere ondernemingen aan groep 1. Wanneer het geen dummy variabele is, wordt de onafhankelijke variabele verdeeld door de mediaan, de ondernemingen met de laagste scores worden aan groep 0 toegewezen en de andere aan groep 1.

De F-test wordt samen met de T-test uitgevoerd en is voor alle hypothesen niet significant, de p-waarde is telkens groter dan 0,05. Dit wil zeggen dat de twee groepen ongeveer een gelijke variantie hebben van de totale risicorapportering.

Een tweede methode waarmee de hypothesen getoetst worden, is het nagaan of de Pearson's Correlatiecoëfficiënt significant is. De relatie tussen de totale risicorapportering en de onafhankelijke variabele is significant wanneer de p-waarde kleiner of gelijk is aan 0,05. De eerste hypothese die getest wordt meet of een Big Four-auditor invloed heeft op de mate van risicorapportering.

Hypothese 1: De mate van risicorapportering is significant hoger wanneer de audit door een kwalitatieve auditor is gedaan.

De T-test uit onderstaande tabel verworpt de eerste hypothese. De p-waarde van de t-test bedraagt 0,181 en is dus groter dan 0,05. Dit betekent dat er geen significant verschil is tussen de twee gemiddeldes van de groepen. Met andere woorden er is geen onderscheid in de mate van risicorapportering tussen ondernemingen die een Big Four-auditor aanstellen en de ondernemingen die dit niet doen.

Tabel 8 T-test hypothese 1

	Levene's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of means				
	F	Sig.	T	Df	Sig. (2-tailed)	Gem. Groep 0/ niet Big 4	Gem. Groep 1/ wel Big 4
RC_TOT grouping variabele AUD	2,156	0,15	-1,362	38	0,181	63,3	75,45

De Pearson's correlatiecoëfficiënt is positief, maar niet significant. Dit wil zeggen dat de correlatie tussen de mate van risicorapportering en de auditor positief is, maar niet significant. Hierdoor kan hypothese 1 niet aanvaard worden. De mate van risicorapportering is dus niet significant hoger wanneer de audit door een Big Four-auditor werd gedaan.

Tabel 9 Pearson's correlatie test

		RC_TOT
AUD	Pearson Correlation	0,216
	Sig. (2-tailed)	0,181
	N	40

Hypothese 2: Oudere ondernemingen rapporteren significant minder over risico's dan nieuwkomers.

Uit tabel 10 blijkt dat hypothese 2 niet verworpen kan worden. De p-waarde bedraagt 0,062 en is dus significant op significantieniveau 0,10. Hierdoor kan er een relatie tussen de leeftijd van de onderneming en de mate van risicorapporteringen worden afgeleid.

Tabel 10 T-test hypothese 2

	Levene's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of means				
	F	Sig.	T	Df	Sig. (2-tailed)	Gem. Groep 0/Jonge	Gem. Groep 1/oude
RC_TOT grouping variabele LFTD	0,467	0,499	-1,921	38	0,062	79,12	62,17

Uit onderstaande tabel blijkt dat de correlatie tussen de totale risicorapportering en de leeftijd van de onderneming negatief en significant is op het 0,05 significantieniveau. Hierdoor wordt hypothese 2 aanvaard, wat wil zeggen dat oudere ondernemingen minder over risico's rapporteren dan jonge bedrijven. De negatieve relatie, gesteld in hypothese 2, wordt door de Pearson's correlatiecoëfficiënt bevestigd.

Tabel 11 Pearson's correlatie test

		RC_TOT
LFTD	Pearson Correlation	-,054
	Sig. (2-tailed)	0,025
	N	40

Hypothese 3: Risicovolle, hoogtechnologische ondernemingen rapporteren meer over risico's dan niet-risicovolle, laagtechnologische ondernemingen.

Om hypothese drie te analyseren is er een tweede afhankelijke variabele (RC_TOTMED) gecreëerd. Deze variabele wordt gebruikt om de mate van risicorapportering in twee groepen in te delen. Een onderneming krijgt de score 1 wanneer haar totale risicorapportering meer bedraagt dan de mediaan (66) van de totale risicorapportering variabele. Indien de mate van risicorapportering van de onderneming onder de mediaan ligt, wordt de score 0 toegewezen.

Tabel 12 Kruistabel tussen risicorapportering en industrieën

			Hoeveelheid risicorapportering		Total
			Laag	Hoog	
IND	Andere	Count	17	11	28
		% within IND	60,70%	39,30%	100,00%
	Risicovolle industrie	Count	3	9	12
		% within IND	25,00%	75,00%	100,00%
Total		Count	20	20	40
		% within IND	50,00%	50,00%	100,00%

Uit bovenstaande tabel blijkt dat drie vierde (75%) van de ondernemingen die actief zijn in een risicovolle sector meer risico-informatie rapporteren dan het gemiddelde. Bij de ondernemingen die in de niet-risicovolle sectoren opereren geeft de meerderheid minder risicogerelateerde informatie weer dan het gemiddelde, respectievelijk 61%.

Tabel 13 geeft de X^2 weer die een waarde van 4,286 heeft en met een significantie van 0,038. Dit wil zeggen dat hypothese 3 niet verworpen kan worden op een 0,05 significantieniveau. Met andere woorden wil dit zeggen dat de hoeveelheid risicogerelateerde zinnen significant verschilt tussen ondernemingen die actief zijn in een risicovolle sector en ondernemingen die opereren in een niet-risicovolle sectoren.

Tabel 13 **Pearson's Chi-Square-test**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	4,286	1	0,038
Likelihood Ratio	4,435	1	0,035
N of Valid Cases	40		

Hypothese 4: De mate van risicorapportering is groter voor een primaire uitgifte in vergelijking met een secundaire uitgifte van aandelen.

De volgende hypothese wordt getest door de variabele AANBOD. De twee groepen die gecreëerd worden door de T-test bestaan uit groep 0, de ondernemingen die oude aandelen aanbieden en groep 1, de ondernemingen die een primair bod doen. Tabel 14 geeft de resultaten van de T-test en F-test weer. Uit deze tabel blijkt dat hypothese 4 aanvaard kan worden. De mate van risicorapportering is dus verschillend naargelang het om een primaire of secundaire aanbidding gaat. De p-waarde van aanbod bedroeg immers 0,041 en ligt onder het significantieniveau van 0,05.

Tabel 14 T-test hypothese 4

	Levene's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of means				
	F	Sig.	t	Df	Sig. (2-tailed)	Gem. Groep 0/Sec	Gem. Groep 1/Prim
RC_TOT grouping variabele AANBOD	0,328	0,570	-2,112	38	0,041	42,0000	72,4167

De Pearson's correlatiecoëfficiënt bevestigt de resultaten die gevonden zijn in tabel 14. De coëfficiënt uit onderstaande tabel geeft aan dat er een positieve relatie is tussen de variabele AANBOD en de mate van risicorapportering. De relatie is daarbij ook significant aangezien de p-waarde hoger is dan de significantiewaarde 0,05. Hierdoor kan hypothese 4 aanvaard worden. Dit wil zeggen dat de mate van risicorapportering verschilt naargelang het om een primaire of secundaire aanbieding gaat.

Tabel 15 Pearson's correlatie test

		RC_TOT
AANBOD	Pearson Correlation	0,324
	Sig. (2-tailed)	0,041
	N 40	

Hypothese 5: De markt waarop de IPO intreedt bepaalt de mate van risicorapportering.

Om te kijken of de markt invloed heeft op de mate van risicorapportering wordt hypothese 5 getoetst. Deze hypothese wordt getoetst door een kruistabel toe te passen en de Chi-Square test uit te voeren. Uit tabel 16 blijkt dat er weinig verschil is tussen de drie markten. 54% van de ondernemingen op de Euronext rapporteren meer risico's dan het gemiddelde. Ook op de Alternext rapporteert 60% van de ondernemingen meer risico's dan gemiddeld. Enkel bij de Vrije Markt rapporteren meer ondernemingen, 63%, minder dan het gemiddelde. Deze vaststelling is niet onlogisch aangezien de Vrije Markt aan de minst strenge regelgeving is onderworpen.

Tabel 16 Kruistabel tussen risicorapportering en verscheidende markten

		Hoeveelheid risicorapportering		Total
		Laag	Hoog	
IND	EURO	11 48%	13 54%	24 60%
	VRMRKT	7 64%	4 36%	11 27,5%
	ALTER	2 40%	3 60%	5 12,5%
TOTAL		20	20	40

Tabellen 17, 18 en 19 geven de Pearson's Chi-Square-test resultaten weer voor de drie verschillende markten. De X^2 waarde voor EURO, VRMRKT en ALTER bedragen respectievelijke 0,417; 0,288 en 0,519 en hebben elk een significantiewaarde die hoger is dan het significantie niveau van 0.05. Hierdoor kunnen we de hypothese 5 niet aanvaarden. Met andere woorden er is geen significant verband tussen de mate van risicorapportering en de markt waarop de beursintroductie plaatsvond.

Tabel 17 Pearson's Chi-Square-test (EURO)

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	0.417	1	0.519
Likelihood Ratio	0.418	1	0.518
N of Valid Cases	40		

Tabel 18 Pearson's Chi-Square-test (VRMRKT)

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	1.129	1	0.288
Likelihood Ratio	1.140	1	0.286
N of Valid Cases	40		

Tabel 19 Pearson's Chi-Square-test (ALTER)

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	0.229	1	0,519
Likelihood Ratio	0.230	1	0,632
N of Valid Cases	40		

Hypothese 6: Er is een positieve relatie tussen de ondernemingsgrootte en de mate van risicorapportering.

De zesde hypothese voorspelt een positieve relatie tussen de ondernemingsgrootte en het aantal risicogerelateerde zinnen. Om deze hypothese te testen wordt er gebruik gemaakt van twee variabelen, het balanstotaal en het aantal werknemers. Aangezien deze twee variabelen zijn omgezet in natuurlijke logaritmes, worden de logaritmes bij het testen gebruikt. Uit tabel 20 kan worden afgeleid dat de twee p-waardes, respectievelijk 0,446 voor LNBATOT en 0,463 voor LNWN niet significant zijn. Hypothese 6 kan hierdoor verworpen worden. Er is geen relatie tussen de ondernemingsgrootte en het aantal risicorapporteringen.

Tabel 20 T-test hypothese 6

	Levene's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of means				
	F	Sig.	t	Df	Sig. (2-tailed)	Gem. Groep 0/Klein	Gem. Groep 1/Groot
RC_TOT grouping variabele LNBATOT	0,014	0,905	0,772	31	0,446	64,4375	72,1765
RC_TOT grouping variabele LNWN	1,613	0,214	0,743	31	0,463	68,0625	75,7647

Ook uit tabel 21 blijkt dat de relatie tussen de twee onafhankelijke variabelen met de afhankelijke variabelen niet significant is. De Pearson's correlatiecoëfficiënt voor LNBATOT is negatief, wat indiceert dat er een negatieve relatie is tussen het aantal risicorapporteringen en de grootte van de onderneming. De Pearson's correlatiecoëfficiënt voor LNWN is daarentegen

wel positief, wat suggereert dat er een positieve relatie is tussen de variabelen. Aangezien de beide resultaten niet significant zijn op het significantieniveau 0,05 wordt er geen significante relatie vastgesteld.

Tabel 21 Pearson's correlatie test

		RC_TOT
LNBATOT	Pearson Correlation	-0,006
	Sig. (2-tailed)	0,974
	N 33	
LNWN	Pearson Correlation	0,218
	Sig. (2-tailed)	0,222
	N 33	

Hypothese 7: Er is een negatieve relatie tussen de winstgevendheid van de onderneming en de mate van risicorapportering.

De bovenstaande hypothese veronderstelt dat er een negatieve relatie is tussen de winstgevendheid van een onderneming en de mate van risicorapporteringen. De variabelen die gebruikt worden om de winstgevendheid te meten zijn ROE en ROA. Ook deze relatie wordt gemeten aan de hand van de T-test. De resultaten uit tabel 22 zijn niet significant. Zowel ROA en ROE hebben een p-waarde die hoog boven 0,05 ligt, waardoor hypothese 7 niet aanvaard kan worden.

Tabel 22 T-test hypothese 7

	Levene's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of means				
	F	Sig.	t	Df	Sig. (2-tailed)	Gem. Groep 0/min W	Gem. Groep 1/Winst
RC_TOT grouping variabele LNROA	0,01	0,970	-0,582	17	0,568	59,700	55,444
RC_TOT grouping variabele LNROE	0,075	0,787	0,369	18	0,716	56,900	59,500

De Pearson correlatiecoëfficiënten van de beide variabelen zijn negatief, maar niet significant. Dit wijst op een negatieve, maar niet-significante relatie tussen de mate van risicorapporteringen en de winstgevendheid van de ondernemingen.

Tabel 23 Pearson's correlatie test

		RC_TOT
LNROA	Pearson Correlation	-0,284
	Sig. (2-tailed)	0,239
	N 19	
LNROE	Pearson Correlation	-0,115
	Sig. (2-tailed)	0,628
	N 20	

Hypothese 8: Er is een positieve relatie tussen de aanwezigheid van een risicocomité of risicomangement en het aantal risicorapporteringen.

Hypothese 8 meet de relatie tussen de aanwezigheid van een risicocomité of risicomangement en het aantal risicorapporteringen. De dummy variabele, MAN, is opgesplitst in twee groepen, groep 0 zijn de ondernemingen waar er geen risicocomité of risicomangement aanwezig is. Groep 1 zijn de ondernemingen die wel een risicocomité of management bezitten. Uit tabel 24 blijkt dat de gemiddeldes van de twee groepen significant verschillend zijn met een p-waarde van 0,042.

Tabel 24 T-test hypothese 8

	Levene's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of means				
	F	Sig.	t	Df	Sig. (2-tailed)	Gem. Groep 0/geen	Gem. Groep 1/aanw
RC_TOT grouping variabele MAN	1,331	0,256	-2,107	38	0,042	61,136	79,444

De relatie tussen deze twee variabelen is ook weer getest met de Pearson's correlatiecoëfficiënt. Uit onderstaande tabel kan er afgeleid worden dat er een positieve significante relatie is tussen

de aanwezigheid van een risicocomité of risicomanagement met het aantal risicorapporteringen. Deze gegevens bevestigen de resultaten die bekomen waren door de T-test. Hierdoor wordt hypothese 8 aanvaard.

Tabel 25 Pearson-Correlation test

		RC_TOT
MAN	Pearson Correlation	0,323
	Sig. (2-tailed)	0,042
	N 40	

Hypothese 9: De mate van rapportering van risico-informatie is positief gerelateerd aan de schuldgraad van de onderneming.

De laatste hypothese wordt ook getest aan de hand van de T-test. De variabele wordt opgesplitst in groep 0, de ondernemingen die een lagere schuldgraad hebben dan de mediaan en groep 1, de ondernemingen die een hogere schuldgraad hebben dan de mediaan. Uit de volgende tabel blijkt dat er een significant verschil is tussen de gemiddeldes van beide groepen. Hierdoor kan hypothese 9 niet verworpen worden, want er is wel een significant verband tussen de schuldgraad en het aantal risicogerelateerde zinnen.

Tabel 26 T-test hypothese 9

	Levene's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of means				
	F	Sig.	T	Df	Sig. (2-tailed)	Gem. Groep 0/ weinig sg	Gem. Groep 1/ veel sg
RC_TOT grouping variabele SG	4,371	0,045	-2,098	32	0,044	77,7059	58,3529

Tabel 27 geeft de Pearson's correlatiecoëfficiënt weer, -0,372 met een p-waarde van 0,030. Deze gegevens indiceren dat er een negatieve significante relatie is tussen de schuldgraad van ondernemingen en de mate van risicorapportering.

Tabel 27 Pearson's Correlatie test

		RC_TOT
SG	Pearson Correlation	-0,372
	Sig. (2-tailed)	0,030
	N 34	

Deze negatieve relatie gaat wel tegen de verwachting in dat wanneer een onderneming een hogere schuldgraad heeft ook meer zal rapporteren over risico's.

Nadat alle negen hypotheses getest zijn, is er ook nagegaan of er een invloed is van het jaar van beursintroductie op de mate van risicorapportering. Hiervoor zijn vijf extra dummy variabelen gecreëerd. Deze vijf variabelen zijn getest aan de hand van een kruistabel. Uit tabel 28 blijkt dat er geen verschil is tussen de mate van risicorapportering en het jaar van beursintroductie van de onderneming.

Tabel 28 Kruistabel tussen jaar van beursintroductie en risicorapportering

		Hoeveelheid risicorapportering		Total
		Laag	Hoog	
Beursintroductie	2009	1 50%	1 50%	2 5%
	2008	3 50%	3 50%	6 15%
	2007	6 46%	7 54%	13 32,5%
	2006	6 55%	5 45%	11 27,5%
	2005	4 50%	4 50%	8 20%
TOTAL		20	20	40

9.4 Multivariate analyse

Na de enkelvoudige analyse van de negen hypothesen worden ze ook onderworpen aan meervoudige testen. Deze testen worden uitgevoerd om meer inzicht te verkrijgen in de invloed van de verschillende factoren op de mate van risicorapportering, onder de ceteris paribus assumptie. De test die onder de meervoudige analyse valt en in dit onderzoek gebruikt wordt is de multiplere regressie.

Vooraleer de meervoudige analyse wordt uitgevoerd, wordt er gekeken naar de correlatie tussen de verschillende variabelen. De sterkte en de richting van een verband tussen twee variabelen worden met correlatie weergegeven. De Pearson's correlatiecoëfficiënt heeft altijd een waarde tussen -1, een perfect negatief verband, en +1, een perfect positief verband. In onderstaande tabel, de correlatiematrix, worden enkel de significante relaties tussen twee variabelen weergegeven. De volledige correlatiematrix bevindt zich in appendix C.

Tabel 29 Correlatiematrix

		AANBOD	MAN	LFTD	LNROA	SG
RC_TOT	Pearson Correlation	,324*	,323*	-,354*		-,372*
	Sig. (2-tailed)	0,041	0,042	0,025		0,03
	N	40	40	40		34
IND	Pearson Correlation		,395*			
	Sig. (2-tailed)		0,012			
	N		40			
LNROE	Pearson Correlation				,938**	,465*
	Sig. (2-tailed)				0	0,039
	N				19	20

Uit tabel 29 kunnen de resultaten van de enkelvoudige T-testen opnieuw worden afgeleid. Ook zien we dat enkele variabelen onderling significante verbanden vertonen. Zo is er een positief verband tussen de risicovolle sectoren en de aanwezigheid van een risicomanagement of een

risicocomité. Ook de variabele LNROE vertoont twee significante relaties met twee variabelen, respectievelijk LNROA en SG.

Na het testen van de onderlinge correlatie wordt er een multiële regressie uitgevoerd op zowel de stapsgewijze methode als op de enter methode. In de standaard methode enter worden alle variabelen onmiddellijk in het regressiemodel opgenomen. Hierbij moet wel vermeld worden dat voor elke bedrijfsdeterminant slechts 1 variabelen wordt opgenomen. Zo zal voor het testen van de ondernemingsgrootte ofwel LNBTOT of LNWN worden opgenomen. Voor winstgevendheid te testen zal de keuze tussen LNROA en LNROE bestaan. Door telkens 2 van de variabelen te laten vallen worden er vier regressiemodellen gecreëerd. Deze bestaan uit het opnemen van; LNWN en LNROA; LNWN en LNROE; LNBTOT en LNROA; en LNBTOT en LNROE.

Na het testen van deze vier modellen is het model met het opnemen van LNWN en LNROE het meest geschikt om conclusies op te baseren. De significantiewaarde van dit model komt het meest in de buurt van de significantiewaarde 0,05. De andere drie modellen worden in appendix C toegevoegd.

Tabel 30 ANOVA – standaard methode enter

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.	R	R Square
1 Regression	2580,24	8	322,53	1,957	0,181	0,813	0,662
Residual	1318,7	8	164,837				
Total	3898,94	16					

Uit tabel 30 kan worden afgeleid dat het regressiemodel niet significant is, gezien de significantiewaarde hoger is dan 0,05. Het laat echter wel zien hoeveel de variantie van de afhankelijke variabele, de totale risicorapportering, wordt verklaard door het regressiemodel. Door de regression sum of squares te delen door de Total sum of squares verkrijgen we dat 66,18% van de variantie van de totale risicorapportering verklaard kan worden door het regressiemodel.

In tabel 31 wordt de eigenlijke regressievergelijking weergegeven. Uit deze tabel blijkt dat de regressiecoëfficiënten van twee onafhankelijke variabelen significant zijn. Variabele MAN, die de

aanwezigheid van een risicomanagement of risicocomité test is significant op het significantieniveau 0,05. Variabele LNWN, die de ondernemingsgrootte test is significant op het significantieniveau 0,10. Dit wil zeggen dat deze twee variabelen een significante invloed hebben op de mate van risicorapportering. Het effect van MAN is positief en het effect van LNWN is negatief. Hiermee kan worden afgeleid dat ondernemingen met een risicomanagement of risicocomité meer kans hebben om meer over risico's te rapporteren. Daarentegen door het negatieve effect van LNWN kan er gesteld worden, dat grotere ondernemingen meer kans hebben om minder over risico's te rapporteren.

De significante relatie tussen de totale risicorapportering en de aanwezigheid van een risicomanagement of risicocomité bevestigt de resultaten gevonden in de enkelvoudige hypothese testing. De significante relatie tussen de totale risicorapportering en de ondernemingsgrootte werd daarentegen niet gevonden in de enkelvoudige analyse. Uit multivariate model blijkt dat kleine ondernemingen meer over risico's rapporteren dan grote ondernemingen.

De finale regressievergelijking is de volgende:

$$\text{Totale risicorapportering} = 37,493 + 16,264 \text{ IND} + 16,346 \text{ AANBOD} + 0,081 \text{ AUD} + 20,494 \text{ MAN} + 0,531 \text{ LFTD} + 5,735 \text{ SG} - 4,972 \text{ LNWN} - 2,023 \text{ LNROE}$$

Tabel 31 Coëfficiënten

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	37,493	17,604		2,13	0,066
IND	16,264	12,323	0,346	1,32	0,223
AANBOD	16,346	11,626	0,411	1,406	0,197
AUD	0,081	8,211	0,003	0,01	0,992
MAN	20,494	7,814	0,647	2,623	0,031
LFTD	0,531	0,529	0,281	1,004	0,345
SG	5,735	14,919	0,111	0,384	0,711
LNWN	-4,972	2,599	-0,559	-1,913	0,092
LNROE	-2,023	1,906	-0,29	-1,062	0,319

Als laatste wordt de stapsgewijze regressiemethode uitgevoerd met LNWN en LNROE in de vergelijking gelaten. De stapsgewijze methode bestaat eruit dat er stapsgewijs een onafhankelijke variabele in het regressiemodel wordt opgenomen. De variabelen worden toegevoegd op volgorde van hun relatieve invloed op de afhankelijke variabele, totale risicorapportering. De resultaten van deze methode bevestigen de resultaten van de standaard methode enter.

Uit onderstaande tabel kan afgeleidt worden dat het regressiemodel significant is. Deze conclusie is gebaseerd op de significantiewaarde van 0,033. R square heeft een waarde van 0,268. Dit wil zeggen dat 26,8 % van de variantie van de totale risicorapportering verklaard kan worden door dit regressiemodel.

Tabel 32 ANOVA – stapsgewijze methode

Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.	R	R Square
1 Regression	1043,43	1	1043,43	5,481	0,033	0,517	0,268
Residual	2855,52	15	190,368				
Total	3898,94	16					

De coëfficiëntentabel 33 vertoont dat de coëfficiënten van de constante term en van de onafhankelijke variabele MAN significant zijn op het significantie niveau 0,05. Zoals in de standaard methode enter is de B coëfficiënt van MAN positief. De aanwezigheid van een risicomanagement of risicocomité vergroot de kans dat de onderneming meer over risico's gaat rapporteren. Dit resultaat komt eveneens overeen met de enkelvoudige hypothese toetsing. Hierin werd er ook een positieve relatie tussen de aanwezigheid van een risicomanagement of risicocomité gevonden met de mate van risicorapportering. De finale regressievergelijking van de stapsgewijze methode kan als volgt worden opgesteld:

$$\text{De totale risicorapportering} = 50,273 + 16,394 \text{ MAN}$$

Tabel 33 Coëfficiënten

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	50,273	4,16		12,085	0
MAN	16,394	7,002	0,517	2,341	0,033

De andere variabelen in dit model vertonen geen significante invloed op de mate van risicorapportering, aangezien zij niet voldoen aan het opnamecriterium van een significantiewaarde van 0,05 te hebben. De verwijderde variabelen uit het regressiemodel zijn gegeven in tabel 34.

Tabel 34 Verwijderde variabelen

Model	Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics
					Tolerance
1 IND	,050 ^a	0,216	0,832	0,058	0,987
AANBOD	,216 ^a	0,977	0,345	0,253	1
AUD	-,127 ^a	-0,546	0,593	-0,145	0,948
LFTD	,001 ^a	0,005	0,996	0,001	0,887
SG	,165 ^a	0,697	0,497	0,183	0,901
LNWN	-,312 ^a	-1,467	0,164	-0,365	1
LNROE	-,386 ^a	-1,733	0,105	-0,42	0,869

10 Conclusie

10.1 Resultaten

Deze studie onderzoekt de mate van risicorapportering in prospectussen van Belgische IPO's. De populatie van het aantal ondernemingen dat tijdens de periode van 2005 tot en met 2009 een beursintroductie ondergingen bedraagt 73. De uiteindelijke steekproef bestaat na enkele eliminaties uit 40 ondernemingen. Aan de hand van een inhoudsanalyse wordt er voor elke onderneming een score van totale risicorapportering berekend. Deze totale score van risicorapportering wordt gebruikt om te kijken of een aantal ondernemingsdeterminanten invloed hebben op de hoeveelheid van risicorapportering.

Het empirisch onderzoek bestaat uit enkelvoudige en meervoudige testen. Bij de enkelvoudige hypothesetoetsing zijn er vijf significante relaties gevonden met de mate van risicorapportering. De vijf variabelen die een p-waarde onder de 0,05 hadden zijn: de industrie waartoe de onderneming behoort; de totale schuldgraad van de onderneming; de leeftijd van de onderneming; de aanwezigheid van een risicocomité of risicomangement en het type aanbod.

De eerste significante relatie die gevonden werd is deze tussen de mate van risicorapportering en de industrie waartoe de onderneming behoort. Uit de kruistabel kan er afgeleid worden dat 75% van de ondernemingen die actief zijn in een risicovolle sector meer rapporteren over risico's dan de gemiddelde ondernemingen. Daarentegen geeft ook de meerderheid van de ondernemingen die opereren in een niet-risicovolle sector minder risico's weer dan de gemiddelde onderneming. De X^2 -waarde bedraagt 4,286 en heeft een p-waarde van 0,038. Hieruit kunnen we concluderen dat er een positieve relatie bestaat tussen de mate van risicorapportering en de industrie waartoe deze behoort. Deze positieve relatie is niet onlogisch aangezien hoogtechnologische ondernemingen (risicovolle sector) meer baat hebben bij het rapporteren van risico's, omdat zij meer informatie-asymmetrie hebben en een hogere nood aan kapitaal op beurs, ten opzichte van laagtechnologische ondernemingen (niet-risicovolle sector).

Een tweede significante relatie werd gevonden tussen de leeftijd van een onderneming en de mate van risicorapportering. De veronderstelling dat oudere ondernemingen minder risicovol zijn ten opzichte van nieuwe groeiende ondernemingen, waardoor ze ook minder risico-informatie weergeven bij een beursintroductie, wordt door de volgende cijfers bevestigd. De Pearson's correlatiecoëfficiënt bedraagt $-0,054$ met een p-waarde van $0,025$. Met andere woorden, dit wil zeggen dat er een negatieve significante relatie is tussen de bestaansduur van de onderneming en de mate van risicorapportering.

Een volgende ondernemingsdeterminant die een significante invloed heeft op de mate van risicorapportering is het type aanbod. Naargelang het om een primair of secundair aanbod gaat zal de onderneming meer of minder over risico's rapporteren. De veronderstelling dat ondernemingen met een primaire aanbieding meer rapporteren over risico's, gezien zij een bestemming moeten geven aan het nieuwe opgehaalde kapitaal, wordt bevestigd. Een opvallende constatering bij de toetsing van deze hypothese is dat er slechts vier ondernemingen een secundair aanbod doen, de andere 36 ondernemingen geven primaire aandelen uit of bieden zowel nieuwe als bestaande effecten aan op de beurs. Ondanks de grote verscheidenheid in het aantal van beide groepen werd er een significante relatie gevonden tussen het type aanbod en de mate van risicorapportering.

Eveneens als in het onderzoek van Michiels, Vandemaele en Vergauwen (2009) werd de relatie tussen de aanwezigheid van een risicomanagement of risicocomité en de mate van risicorapportering onderzocht. De verwachte positieve relatie werd bevestigd door zowel de T-test als de Pearson's correlatiecoëfficiënt. Onder de meervoudige hypothese analyse is de aanwezigheid van een risicomanagement of risicocomité de enige significante determinant die een invloed heeft op de mate van risicorapportering. Dit resultaat zal onder de meervoudige regressie verder worden uitgewerkt.

Als laatste werd er een significante relatie gevonden tussen de schuldgraad en de mate van risicorapportering. In tegenstelling tot de verwachte positieve relatie tussen beide variabelen is er een negatieve relatie geconstateerd. De Pearson's correlatiecoëfficiënt geeft immers een negatieve waarde weer, die namelijk $-0,372$ bedraagt. Hieruit kunnen we concluderen dat er

een negatieve relatie bestaat tussen de schuldgraad van een onderneming en de mate van risicorapportering. Dit resultaat past niet in de agency-theorie, waarbij men verwacht dat ondernemingen met meer vreemd vermogen, meer informatie gaan vermelden omwille van het grote belangenconflict tussen aandeelhouders en bestuurders.

Na de enkelvoudige hypothesetoetsingen zijn er ook meervoudige testen uitgevoerd. In zowel de standaardmethode enter als de stapsgewijze methode is de variabele MAN die de aanwezigheid van een risicomanagement of risicocomité test significant. In beide modellen is de coëfficiënt positief, hetgeen wijst op een positief effect van de aanwezigheid van een risicomanagement of risicocomité op de mate van risicorapportering. Wanneer de onderneming zo'n management of comité bezit is er meer kans dat de onderneming meer rapporteert over risico's. In de standaard methode enter wordt naast de significante variabele MAN ook nog een andere significante relatie tussen de mate van risicorapportering en de ondernemingsgrootte gevonden. Door de negatieve coëfficiënt van LNWN kan er geconcludeerd worden dat kleine ondernemingen meer over risico's rapporteren dan grote bedrijven. Dit resultaat komt niet overeen met de resultaten van eerdere onderzoeken in verband met risicorapportering zoals Michiels, Vandemaele en Vergauwen (2009) en Linsley en Shrives (2006).

De relatie tussen de aanwezigheid van een risicomanagement of risicocomité en de mate van risicorapportering is het belangrijkste resultaat gevonden in dit onderzoek. In de praktijk bezitten nog niet alle ondernemingen een risicomanagement of risicocomité, slechts 18 van de 40 onderzochte ondernemingen hebben een management dat zich met risico's bezighoudt. Gezien de significante invloed van de aanwezigheid van een risicomanagement of risicocomité op de mate van risicorapportering is het een aanbeveling voor de regelgevers om hieromtrent meer richtlijnen of adviezen te geven. Het zou goed zijn mocht elke onderneming die primaire of secundaire aandelen op de markt brengt een risicomanagement of risicocomité hebben. In dat geval wordt verwacht dat de risicovermelding in de prospectussen stijgt en dat potentiële aandeelhouders beter geïnformeerd zijn en betere investeringsbeslissingen kunnen nemen.

De resultaten van het beschrijvend onderzoek geven weer dat er over financiële risico's het meest wordt gerapporteerd in de prospectussen. Op de tweede plaats volgt de rapportering

over businessrisico's en wordt respectievelijk opgevolgd door de risico's over wet-, belasting- en regelgevingrisico's en de operationele risico's. Uit dit onderzoek is ook gebleken dat er slechts 10% van de ondernemingen geen operationele risico's weergeven en eveneens 10% van de ondernemingen niet rapporteren over wet-, belasting- en regelgevingrisico's.

Deze resultaten kunnen de regelgevers ook gebruiken om de regelgeving omtrent risicorapportering aan te passen aan de noden van de markt. De informatie over het risicosectie-onderdeel bevindt zich in de Prospectusverordening 809/2004 en bevat nu slechts vage aanbevelingen waaraan ondernemingen zich moeten houden. Zo moeten ze risico's vermelden met betrekking tot hun activiteiten en risico's over hun aangeboden effecten. Door deze aanbevelingen uitgebreider te verwoorden kan de mate van risicorapportering bij de ondernemingen nog stijgen. Zeker extra advies omtrent risico's over wet-, belasting- en regelgeving en operationele risico's kan baat leveren bij de risicorapportering in de prospectussen. Aan de andere kant mogen er niet te veel aanbevelingen gegeven worden zodat de risicorapportering niet op een gestandaardiseerde manier verloopt.

Ondernemingen kunnen uit dit onderzoek afleiden over welke risico's het meest wordt gerapporteerd. Ook is het voor hun interessant om te vergelijken hoe zij scoren ten opzichte van het gemiddelde van deze 40 onderzochte ondernemingen. Voor de aandeelhouders, de gebruikers van de prospectussen, is het interessant om te weten hoe hun potentiële investering in een onderneming scoort ten opzichte van de onderzochte ondernemingen. Wanneer een onderneming relatief weinig rapporteert over risico's dan de gemiddelde onderneming, kan dit indiceren op een slecht risicobeleid. Hierdoor is de potentiële investeerder niet voldoende gewapend tegen de mogelijke risico's en kan dit leiden tot het nemen van verkeerde investeringsbeslissingen.

10.2 Beperkingen en aanbevelingen voor verder onderzoek

Een allereerste opmerking gaat over de inhoudsanalyse. Zoals eerder al aangegeven is er in dit onderzoek slechts van één codeur gebruikt gemaakt waardoor we subjectiviteit niet kunnen uitsluiten en er geen testen zijn genomen naar reproduceerbaarheid van de resultaten. Een tweede opmerking gaat over het feit dat dit een kwantitatief onderzoek is en geen kwalitatief onderzoek zoals Deumes (2008) heeft gedaan. Hierin wordt er niet nagegaan of de informatie die door de ondernemingen gepubliceerd wordt in de prospectussen relevant is. Er wordt gekeken naar de determinanten uit de onderneming die invloed hebben op de mate van risicorapportering. Deze opmerking levert ook stof op voor verder onderzoek. Zo is het ook interessant om te onderzoeken of de informatie die gepubliceerd wordt in Belgische prospectussen relevant is.

Lijst van Figuren en Tabellen

Figuur 1:	COSO Enterprise Risk Management Raamwerk	p. 20
Figuur 2:	Financial and information flows in a capital market economy	p. 23
Figuur 3:	Aantal IPO's van Belgische ondernemingen 2006-2009	p. 42
Tabel 1:	Coderingsschema	p. 53
Tabel 2:	Overzicht van variabelen	p. 56
Tabel 3:	Beschrijvende statistiek 1	p. 57
Tabel 4:	Ondernemingen die niet rapporteren over een risicocategorie	p. 58
Tabel 5:	Beschrijvende statistiek 2	p. 59
Tabel 6:	Kolmogorov-Smirnov-test 1	p. 60
Tabel 7:	Kolmogorov-Smirnov-test 2	p. 61
Figuur 4:	Normal Q-Q Plot van BATOT	p. 61
Figuur 5:	Normal Q-Q Plot van LNBATOT	p. 61
Tabel 8:	T-test hypothese 1	p. 63
Tabel 9:	Pearson's correlatie test	p. 63
Tabel 10:	T-test hypothese 2	p. 63
Tabel 11:	Pearson's correlatie test	p. 64
Tabel 12:	Kruistabel tussen risicorapportering en industrieën	p. 64
Tabel 13:	Pearson's Chi-Square-test	p. 65
Tabel 14:	T-test hypothese 4	p. 66
Tabel 15:	Pearson's correlatie test	p. 66
Tabel 16:	Kruistabel tussen risicorapportering en verscheidende markten	p. 67
Tabel 17:	Pearson's Chi-Square-test (EURO)	p. 67
Tabel 18:	Pearson's Chi-Square-test (VRMRKT)	p. 67
Tabel 19:	Pearson's Chi-Square-test (ALTER)	p. 68
Tabel 20:	T-test hypothese 6	p. 68
Tabel 21:	Pearson's correlatie test	p. 68

Tabel 22:	T-test hypothese 7	p. 69
Tabel 23:	Pearson's correlatie test	p. 70
Tabel 24:	T-test hypothese 8	p. 70
Tabel 25:	Pearson's correlatie test	p. 71
Tabel 26:	T-test hypothese 9	p. 71
Tabel 27:	Pearson's correlatie test	p. 72
Tabel 28:	Kruistabel tussen risicorapportering en jaar van beursintroductie	p. 72
Tabel 29:	Correlatiematrix	p. 73
Tabel 30:	ANOVA – standaard methode enter	p. 74
Tabel 31:	Coëfficiënten	p. 75
Tabel 32:	ANOVA – stapsgewijze methode	p. 76
Tabel 33:	Coëfficiënten	p. 77
Tabel 34:	Verwijderde variabelen	p. 77

Referentielijst

Boeken

Crouhy, M., Galai, D. & Mark, R. (2006). *The Essentials of Risk Management*. New York: McGraw Hill.

Lupton, D., (1999). *Risk*. London: Routledge.

Claes, P.F. & Meerman (1991). *Risk management: inleiding tot het risicobeheersproces. Risico's nader beschouwd*. Leiden: Stenort Kroese Uitgevers.

Krippendorff, K. (1980). *Content Analysis: An Introduction to Its Methodology*, Volume 5. The Sage CommText Series. Beverly Hills, CA: Sage Publications.

Palepu, K.G., Healy, P.M., Bernard, V.L., & Peek, E. (2007). *Business analysis and valuation*. ??: South-Western.

Vanderheyden, K., Bogaerts, S., Clerckx, B., D'Hondt, P., Gollier, J.M., & VanBever, L. (2007). *Openbare aanbiedingen en prospectus: De wet van 16 juni 2006*. Brugge: Vanden Broele.

Wetenschappelijke artikels

Ai, J. & Brockett, P. (2006). Enterprise Risk Management. *Thesis. University of Texas, Austin, Texas*.

Akerlof, G. (1970). The market for Lemons: Quality uncertainty and the Market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84 (3), 488-500.

Beretta, S. & Bozzolan, S. (2004). A framework for the analysis of firm risk communication. *The International Journal of Accounting*, 39(3), 265-288.

Botosan, C.A. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *Accounting Review*, 72(3), 232-349.

- Bukh, P., Gormsen, P., Nielsen, C. & Mouritsen, J. (2005). *Disclosure of information on intellectual capital in Danish IPO prospectuses*. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 18 (6), 713-732.
- Cabedo, J.D. & Tirado, J.M. (2004). The disclosure of risk in financial statements. *Accounting Forum*, 28(2), 181-200.
- Changa, X., Gygawa, A.F., Oona, E., & Zhanga, H.F. (2008). Audit quality, auditor compensation and initial public offering underpricing. *Accounting and Finance*, 48, 391-416.
- Deumes, R. (2008). Corporate risk reporting: A content analysis of narrative risk disclosures in prospectuses. *Journal of Business communication*, 45 (2), 120-157.
- Deumes, R., & Knechel, W.R. (2008). Economic incentives for voluntary reporting on internal risk management and control systems. *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 27(1), 35-66.
- DeAngelo, L. (1981). Audit size and audit quality. *Journal of Accounting and Economics*, 3, 183-199.
- Dye, R.A. (1993). Auditing standars, Legal liability and auditor wealth. *Journal of Political Economy*, 101, 887-914.
- Dobler, (2005). How informative is risk reporting? Opgevraagd op 13 december 2008, van de volgende website: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=640522
- Dupont, Y. (2007). Financieel management. *CFO magazine*, 2, 40-42.
- Eisenhardt, K.M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Accademy of Management Review*, 14 (1), 57-74.
- Guo, R.J., Lev, B., & Zhou, N. (2004). Competitive costs of disclosure by Biotech IPO's. *Journal Accounting Research*, 42 (2), 319-355.

Healy, P., & Palepu, K. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31 (1/3), 405-440.

Hung, H. (1998). A typology of the theories of the roles of governing boards. *Thesis. UK: Blackwell Publishers Ltd.*

Jensen, M.C. & Mecklin, W.H. (1976). The theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

Kerkman, E. (2005). Risicobeheersing: Richtlijnen voor bestuurders. *Finance & Control, ...(..)*, 37-39.

Kevelam, W. & Ter Hoeven, R. (2008). De risico's van financiële instrumenten. *Finance & Control,.. (..)*, 35-41.

Langendijk, H. P. A. J. (1994). De markt voor de wettelijke verplichte accountantscontrole in Nederland, enkele kwantitatieve en kwalitatieve aspecten. *Ph. D. Thesis. Nederland: Delwel Publishing Company.*

Linsley, P.M. & Shrides, P.J. (2006). Risk reporting: A study of risk disclosures in the annual reports of UK companies. *The British Accounting Review*, 38 (4), 387-404.

Linsley, P.M., & Shrides, P.J. (2000). Risk management and reporting risk in the UK. *Journal of Risk*, 3 (1), 115-129.

March, & Shapira, (1987). Managerial perspectives on risk and risk taking. *Management science*, 33 (11), 1404-1418.

Michiels, A., Vandemaele, S. & Vergauwen, PH. (2009). Risicorapportering door Belgisch beursgenoteerde bedrijven. *Accountancy & Bedrijfskunde*, (4), 3-11.

Miller, K.D. (1992). A Framework for integrated risk-management in international business. *Journal of International Business Studie*, 23 (2), 311-331.

Orens, R. & Derboven, J. (2008). De rapportering van informatie over het intellectueel kapitaal in Belgische IPO-prospectussen. *Accountancy & Bedrijfskunde*, (7), 16-30.

Oyelere, P., Laswad, F., & Fiskher, R. (2003). Determinants of internet financial reporting by New Zealand companies. *Journal of International Financial Management*, 14 (1), 26-63.

Peeters, J. & Van Dyck, T. (2006). De prospectusplicht in de prospectuswet van 16 juni 2006. *Bank- en Financieel Recht*, (4), 167-210.

Rajan, R. & Zingales, L. (1998). Financial dependence and growth. *American Economic Review*, 88 (3), 559-586.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52 (2), 737-783.

Shrand, L.M., & Elliot, J.M. (1998). Risk and financial reporting: a summary of the discussion at the 1997 AAA/FASB conference. *Accounting Horizons*, 12 (3), 271-282.

Skinner, D.J. (1994). Why firms voluntarily disclose bad news. *Journal of Accounting Research*, 32 (1), 38-60.

Walker, M. & Louvari, E. (2003). The determinants of voluntary disclosure of adjusted earnings per share measures by UK quoted companies. *Accounting and Business Research*, 33 (4), 295-309.

Welch, I. & Ritter, J. (2002). A review of ipo activity, pricing and allocations. *Journal of Finance*, 57 (4), 1795-1828.

Wetteksten

Richtlijn 2003/71/EG betreffende de 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. *Publicatieblad van de Europese Unie* (2003).

Wet op de openbare aanbieding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt. *Belgisch Staatsblad (2006)*.

Verordening (EG) Nr. 809/2004 van de commissie van 29 april 2004 tot uitvoering van Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de in de prospectus te verstrekken informatie, de vormgeving van de prospectus, de opneming van informatie door middel van verwijzing, de publicatie van de prospectus en de verspreiding van advertenties betreft Verordening. *Publicatieblad van de Europese Unie (2004)*.

Koninklijk besluit over de prospectus dat moet worden gepubliceerd bij openbare uitgifte van effecten en waarden. *Belgisch Staatsblad (1991)*.

Corporate Governance Committee (2009). Belgische Corporate Governance Code. Opgevraagd op 28 januari, van de volgende website: http://www.corporategovernancecommittee.be/nl/corporate_governance_code/definitieve_code/

Internetpublicaties

Commissie voor het Bank-, Financier- en Assurantiewezen (2007). De commissie voor het Bank-, Financier- en Assurantiewezen: Een korte voorstelling. Opgevraagd op 20 januari, van de volgende website: <http://www.cbfa.be/nl/aboutcbfa/odcbfa.asp>

Eubelius (2006). Eubelius client alert: Prospectusreglementering na de wet van 16 juni 2006.

Euronext (2008). Praktische gids: De KMO's en de beurs Alternext en de Vrije Markt. Opgevraagd op 15 februari, van de volgende website: <http://www.euronext.com/tools/documentation/wide/brusselsPublication-39573-NL.html>

Huybrechts, J. (2007). Corporate governance: verschillen tussen Europese lidstaten op het vlak van risicorapportering.

KBC Group (2008). Market Risk Management. 59-62.

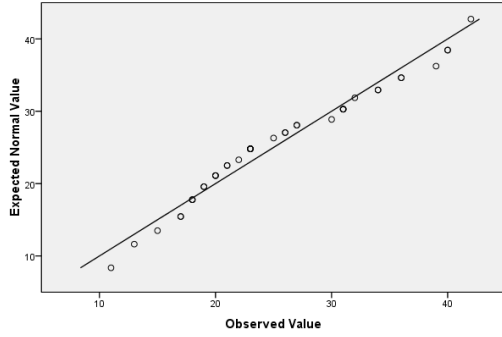
Michiels, A. (2007). Corporate risk reporting practices in annual reports of Belgian companies.

Appendix A: samenstelling van de steekproef

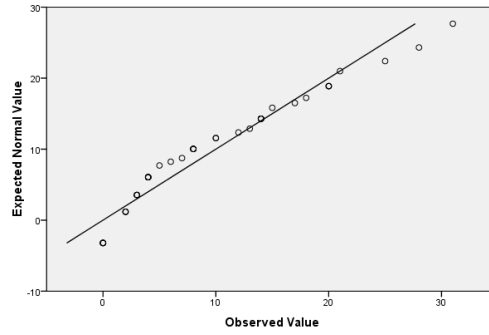
Onderneming	Jaar Beursintroductie	Onderneming	Jaar Beursintroductie
Movetis	2009	Oxbridge	2007
Aquafin	2009	Metris	2006
Antigoon Investment	2008	Puch Telematix	2006
Thenergo	2008	Team International	2006
Fred en Ginger	2008	Marketing	2006
Hanzevast	2008	Porthus	2006
4Energy Investment	2008	Aedifica	2006
Tetrys	2008	Montea	2006
VGP	2007	U&L Learning	2006
Ablynx	2007	Emakina Group	2006
Nyrstar	2007	Thrombogenics	2006
Arseus	2007	Oncomethylome	2006
Banimmo	2007	Evadix	2006
Ecodis	2007	Newton21Europe	2005
Transics International	2007	Gruno et Chardine	2005
Eryplast	2007	Newtree	2005
Alfacam Group	2007	Zetes Industries	2005
MLCS	2007	Telenet Group	2005
Air Energy	2007	Devgen	2005
Tigenix	2007	Galapagos	2005
		Cumerio	2005

Appendix B: Q-Q plots

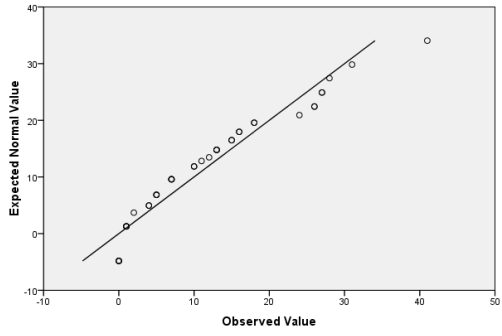
Normal Q-Q Plot of RC_FIN



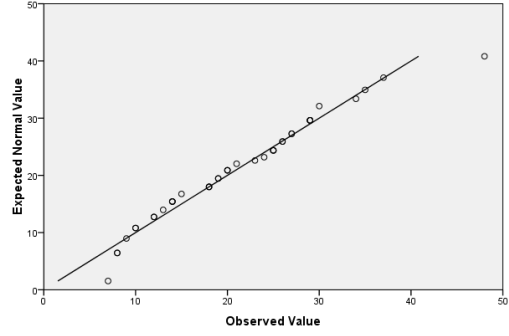
Normal Q-Q Plot of RC_OPER



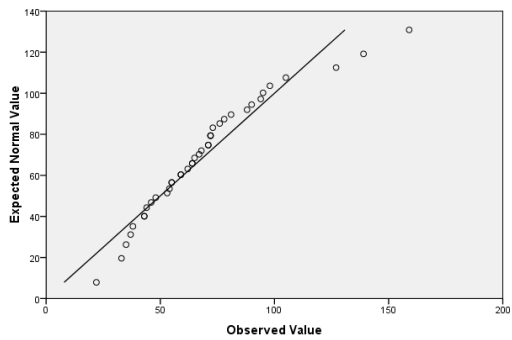
Normal Q-Q Plot of RC_REG



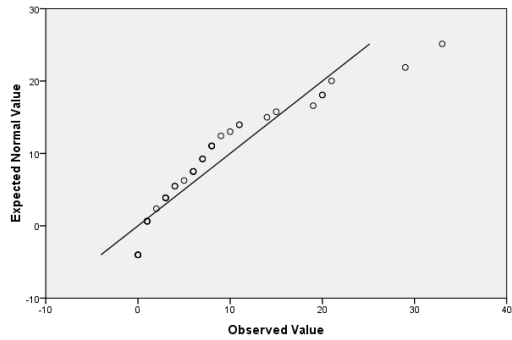
Normal Q-Q Plot of RC_BUS



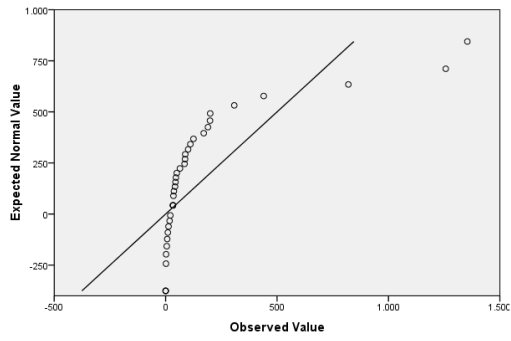
Normal Q-Q Plot of RC_TOT



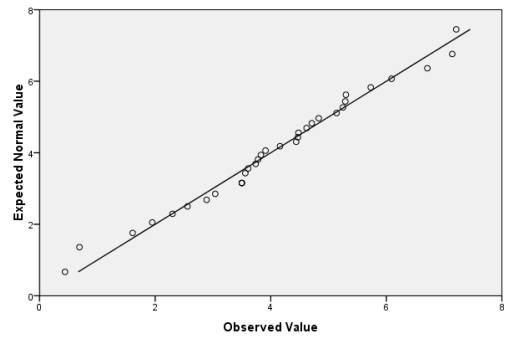
Normal Q-Q Plot of LFTD



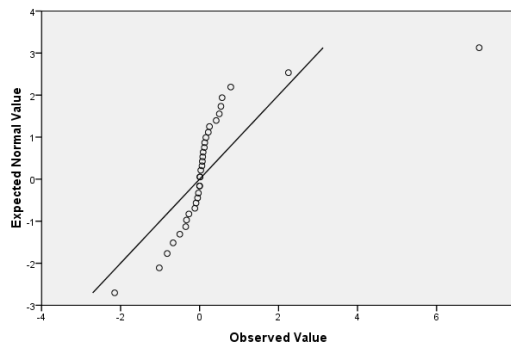
Normal Q-Q Plot of WN



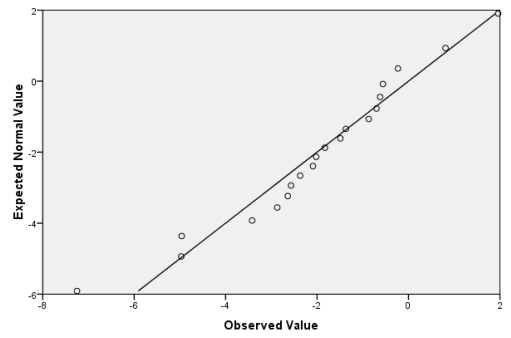
Normal Q-Q Plot of LNWN



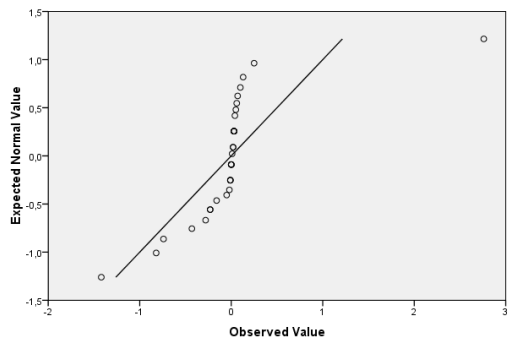
Normal Q-Q Plot of ROE



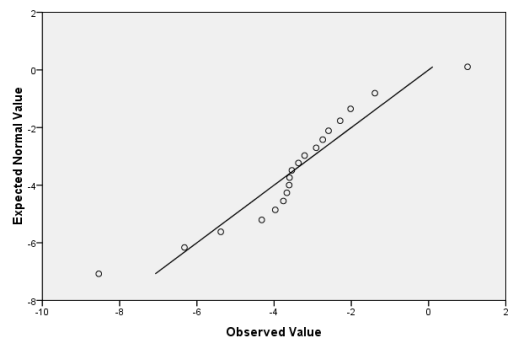
Normal Q-Q Plot of LNROE



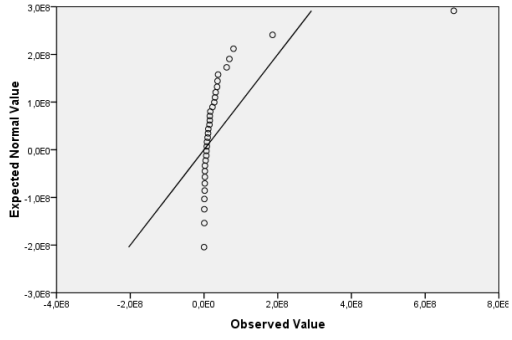
Normal Q-Q Plot of ROA



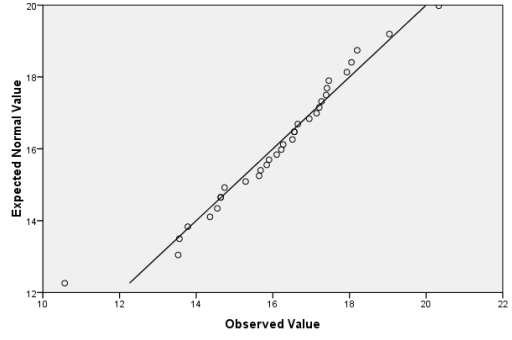
Normal Q-Q Plot of LNROA



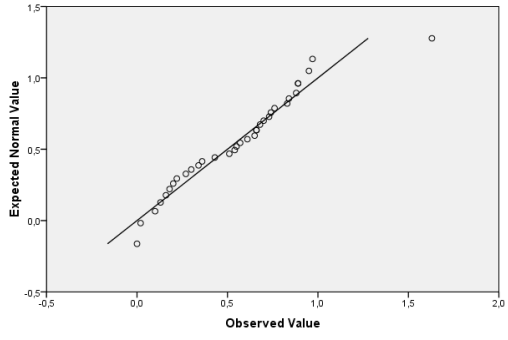
Normal Q-Q Plot of BATOT



Normal Q-Q Plot of LNBATOT



Normal Q-Q Plot of SG



Appendix C

Correlatiematrix

		RC_TOT	IND	AANBOD	AUD	MAN	LFTD
RC_TOT	Pearson Correlation	1	,274	,324	,179	,323	-,354
	Sig. (2-tailed)		,087	,041	,268	,042	,025
	N	40	40	40	40	40	40
IND	Pearson Correlation	,274	1	,036	-,076	,395	-,021
	Sig. (2-tailed)	,087		,824	,639	,012	,898
	N	40	40	40	40	40	40
AANBOD	Pearson Correlation	,324	,036	1	-,184	,134	-,287
	Sig. (2-tailed)	,041	,824		,257	,410	,073
	N	40	40	40	40	40	40
AUD	Pearson Correlation	,179	-,076	-,184	1	,146	-,147
	Sig. (2-tailed)	,268	,639	,257		,369	,366
	N	40	40	40	40	40	40
MAN	Pearson Correlation	,323	,395	,134	,146	1	-,141
	Sig. (2-tailed)	,042	,012	,410	,369		,386
	N	40	40	40	40	40	40
LFTD	Pearson Correlation	-,354	-,021	-,287	-,147	-,141	1
	Sig. (2-tailed)	,025	,898	,073	,366	,386	
	N	40	40	40	40	40	40
LNWN	Pearson Correlation	,219	,079	,333	,113	,060	,113
	Sig. (2-tailed)	,222	,663	,058	,532	,742	,530
	N	33	33	33	33	33	33
LNROE	Pearson Correlation	-,115	,082	-,266	,102	,362	-,235
	Sig. (2-tailed)	,628	,730	,256	,669	,117	,319
	N	20	20	20	20	20	20
SG	Pearson Correlation	-,372	-,121	-,210	-,196	,134	,208
	Sig. (2-tailed)	,030	,495	,233	,268	,449	,238
	N	34	34	34	34	34	34
LNROA	Pearson Correlation	-,284	,061	-,362	,220	,247	-,166
	Sig. (2-tailed)	,239	,803	,127	,365	,307	,497
	N	19	19	19	19	19	19
LNBATOT	Pearson Correlation	-,006	,262	-,123	,016	,178	,004
	Sig. (2-tailed)	,971	,140	,494	,928	,321	,981
	N	33	33	33	33	33	33

		LNWN	LNROE	SG	LNROA	LNBATOT
RC_TOT	Pearson Correlation	,219	-,115	-,372	-,284	-,006
	Sig. (2-tailed)	,222	,628	,030	,239	,971
	N	33	20	34	19	33
IND	Pearson Correlation	,079	,082	-,121	,061	,262
	Sig. (2-tailed)	,663	,730	,495	,803	,140
	N	33	20	34	19	33
AANBOD	Pearson Correlation	,333	-,266	-,210	-,362	-,123
	Sig. (2-tailed)	,058	,256	,233	,127	,494
	N	33	20	34	19	33
AUD	Pearson Correlation	,113	,102	-,196	,220	,016
	Sig. (2-tailed)	,532	,669	,268	,365	,928
	N	33	20	34	19	33
MAN	Pearson Correlation	,060	,362	,134	,247	,178
	Sig. (2-tailed)	,742	,117	,449	,307	,321
	N	33	20	34	19	33
LFTD	Pearson Correlation	,113	-,235	,208	-,166	,004
	Sig. (2-tailed)	,530	,319	,238	,497	,981
	N	33	20	34	19	33
LNWN	Pearson Correlation	1	,017	-,215	,133	-,023
	Sig. (2-tailed)		,950	,271	,624	,909
	N	33	17	28	16	28
LNROE	Pearson Correlation	,017	1	,465	,938	-,323
	Sig. (2-tailed)	,950		,039	,000	,165
	N	17	20	20	19	20
SG	Pearson Correlation	-,215	,465	1	,078	-,153
	Sig. (2-tailed)	,271	,039		,751	,395
	N	28	20	34	19	33
LNROA	Pearson Correlation	,133	,938	,078	1	-,150
	Sig. (2-tailed)	,624	,000	,751		,539
	N	16	19	19	19	19
LNBATOT	Pearson Correlation	-,023	-,323	-,153	-,150	1
	Sig. (2-tailed)	,909	,165	,395	,539	
	N	28	20	33	19	33

Meervoudige regressie: Standaard methode Enter

Model 1: LNWN en LNROA

Tabel 35 ANOVA

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2459,522	8	307,440	1,671	,256
	Residual	1287,916	7	183,988		
	Total	3747,438	15			

Coëfficiënten

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	28,122	23,584		1,192	,272
	IND	12,230	14,303	,264	,855	,421
	AANBOD	17,043	12,739	,435	1,338	,223
	AUD	1,826	8,822	,058	,207	,842
	MAN	20,971	8,321	,635	2,520	,040
	LFTD	,574	,568	,306	1,010	,346
	SG	15,428	24,461	,179	,631	,548
	LNWN	-4,781	2,851	-,540	-1,677	,137
	LNROA	-1,770	2,089	-,238	-,847	,425

Model 2: LNBATOT en LNROA

ANOVA

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2397,800	8	299,725	1,504	,268
	Residual	1992,306	10	199,231		
	Total	4390,105	18			

Coefficients

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	7,239	49,944		,145	,888
	IND	-,102	10,375	-,002	-,010	,992
	AANBOD	6,803	12,603	,163	,540	,601
	AUD	1,547	9,228	,049	,168	,870
	MAN	16,390	9,346	,520	1,754	,110
	LFTD	-,007	,527	-,004	-,013	,990
	SG	23,864	22,459	,284	1,063	,313
	LNBATOT	,786	2,174	,107	,361	,725
	LNROA	-2,973	2,145	-,371	-1,386	,196

Model 3: LNBATOT en LNROE

ANOVA

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2345,119	8	293,140	1,503	,260
	Residual	2146,081	11	195,098		
	Total	4491,200	19			

Coëfficiënten

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	19,397	49,171		,394	,701
IND	2,145	9,871	,051	,217	,832
AANBOD	6,394	12,455	,152	,513	,618
AUD	1,223	9,236	,039	,132	,897
MAN	16,397	9,401	,536	1,744	,109
LFTD	-,048	,524	-,024	-,093	,928
SG	18,402	15,778	,342	1,166	,268
LNROE	-3,087	2,204	-,420	-1,400	,189
LNBATOT	,481	2,238	,067	,215	,834

Auteursrechtelijke overeenkomst

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

Risicorapportering in prospectussen van Belgische IPO's

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

Jaar: **2010**

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,

Lambrechts, Annelies

Datum: **1/06/2010**