DOCTORAATSPROEFSCHRIFT

2007 Faculteit Toegepaste Economische Wetenschappen

De relevantie van niet-financiële informatie op de kapitaalmarkt

Proefschrift voorgelegd tot het behalen van de graad van doctor in de Toegepaste Economische Wetenschappen, te verdedigen door

Raf Orens

Promotor: prof. dr. Nadine Lybaert
Copromotor: prof. dr. Arthur Limère

Dankwoord

Een doctoraat schrijf je niet alleen. Velen zijn voor mij een steun en toeverlaat geweest om dit resultaat te bekomen. Ik maak dan ook graag van de gelegenheid gebruik om iedereen te bedanken die de afgelopen jaren een bijdrage geleverd heeft. In de eerste plaats dank ik van harte mijn promotor, Prof. dr. Nadine Lybaert, om mij wegwijs te maken in de jungle van het academisch onderzoek. Nadine, je kritische reflecties, je waardevolle suggesties en bovenal je aanstekelijke motivatie en enthousiasme zullen mij altijd bij blijven. Ik hoop dat we de uitstekende samenwerking van de voorbije jaren ook in de toekomst verder kunnen zetten.

Ik dank tevens de interne leden van mijn doctoraatscommissie: Prof. dr. Arthur Limère, mijn co-promotor, en Prof. dr. Sigrid Vandemaele. Jullie constructieve commentaren en waardevolle feedback zijn een verrijking voor dit doctoraatsproefschrift. Tevens ben ik de externe leden van de doctoraatscommissie, Prof. dr. Walter Aerts, Prof. dr. Willem Buijink en Prof. dr. Patricia Everaert zeer erkentelijk voor de interessante discussies en de verfrissende suggesties die een meerwaarde betekenen voor het doctoraat. In het bijzonder dank ik Walter nog voor het ter beschikking stellen van een dataset.

Verder heb ik onnoemelijk veel steun mogen ontvangen van een ontelbaar aantal collega's van de Universiteit Hasselt, de Universiteit Antwerpen en de Lessius Hogeschool. Zes onvergetelijke jaren bracht ik door in de gebouwen van de Universiteit Hasselt. Eindelijk is het moment gekomen om een woord van dank te zeggen aan alle collega's. In het bijzonder wens ik de assistenten en de doctoraatsbursalen van de B-gang te danken voor de stimulerende werkomgeving en bovenal voor de ontspannende activiteiten!

Onvergetelijk is eveneens het jaar dat ik aan de Universiteit Antwerpen mocht doorbrengen. De inspirerende en verfrissende samenwerking met vele collega's komt de kwaliteit van dit doctoraatsproefschrift zeker ten goede. Een speciaal woord van dank wens ik te richten aan Prof. dr. Ann Jorissen voor de

uitstekende samenwerking van het afgelopen jaar en aan de assistenten en doctoraatsbursalen van het departement accountancy en financiering voor de ontspannende middag- en koffiepauzes en de prettige werksfeer.

Voorts ben ik de huidige collega's van de Lessius Hogeschool ontzettend dankbaar voor het aangename werkklimaat en voor de steun en de motivatie in de eindfase van dit doctoraat!

Ik ben ook heel veel dankbaarheid verschuldigd aan alle familieleden, vrienden en buren. Jullie toonden telkens interesse in mijn doctoraatsonderzoek en gaven mij de nodige ontspanning om alle bekommernissen van het doctoraat aan de kant te schuiven.

De grootste steun heb ik verkregen van die personen die mij het meest dierbaar zijn: mijn ouders en mijn broer Laurent. Ik kan steeds op jullie rekenen en geen moeite is teveel om mij met raad en daad bij te staan. Duizend maal dank hiervoor!

Raf Orens
Kermt, oktober 2007

Inhoudsopgave

Lijst van de tabellen **VII**
Lijst van de figuren **XI**

Inleiding **1**

Deel I: De rapportering van niet-financiële informatie, de informatiemarkt en de kapitaalmarkt **5**

Hoofdstuk 1: Theoretische grondslagen van de informatiemarkt en de kapitaalmarkt **7**
1.1 De werking van de informatiemarkt en de kapitaalmarkt 7
1.2 De rol van ondernemingen op de informatie- en kapitaalmarkt 18
1.2.1 De motieven voor de vrijwillige informatierapportering 19
A. Signaleringstheorie 19
B. Agencytheorie 21
C. Politieke kosten theorie 23
D. Legitimeringstheorie 23
1.2.2 Baten en kosten van de vrijwillige informatierapportering 24
A. Baten van de vrijwillige informatieverstrekking 24
B. Kosten van de vrijwillige informatieverstrekking 27
1.3 De rol van de financiële analist op de informatie- en kapitaalmarkt 30
1.3.1 Taakomschrijving 31
1.3.2 Types van financiële analisten 32
1.3.3 Analysemethoden van financiële analisten 34
1.3.4 De invloed van financiële analisten op de kapitaalmarkt 36
1.4 Conclusie 39

Hoofdstuk 2: De rapportering van niet-financiële informatie en de kapitaalkost van ondernemingen: een internationale analyse **41**
2.1 Bevindingen uit de literatuur 44
2.2 Afleiding van de hypothese en controlevariabelen 52
2.3 Onderzoeksopzet 57
2.3.1 Bepaling van de kost van het eigen/vreemd vermogen 57
2.3.2 Bepaling van de steekproefgrootte 61
2.3.3 Bepaling van de onafhankelijke variabelen 63
2.4 Onderzoeksresultaten 69
2.4.1 De invloed van de kwaliteit van de gerapporteerde niet-financiële informatie op de kost van het eigen vermogen 69
2.4.2 De invloed van de kwaliteit van de gerapporteerde niet-financiële informatie op de kost van het vreemd vermogen 92
2.5 Conclusie 104
2.6 Appendix 1: Afleiding van de kost van het eigen vermogen volgens Easton (2004) 108
2.7 Appendix 2: Samenstelling van de informatie-index 110

2.8 Appendix 3: Beschrijvende statistieken van de onafhankelijke variabelen in de analyse van de kost van het vreemd vermogen 111

Deel II Het aanbod van vrijwillige niet-financiële informatie op de Belgische informatiemarkt 115

Hoofdstuk 3: De rapportering van vrijwillige niet-financiële informatie door Belgische beursgenoteerde ondernemingen 117

3.1 De verplichte informatieverstrekking door Belgische beursgenoteerde ondernemingen 119
3.2 Bevindingen uit de literatuur en hypothese-opbouw 123
3.3 Onderzoeksopzet 132
3.4 Onderzoeksresultaten 140
3.5 Conclusie 156
3.6 Appendix 1: Gedetailleerde analyse van de rapportering van niet-financiële informatie: analyse per groep 159
3.6.1 Groep 1: Niet-financiële informatie die vaak tot altijd gerapporteerd wordt in jaarverslagen 159
3.6.2 Groep 2: Niet-financiële informatie die regelmatig gerapporteerd wordt in jaarverslagen 163
3.6.3 Groep 3: Niet-financiële informatie die soms gerapporteerd wordt in jaarverslagen 165
3.6.4 Groep 4: Niet-financiële informatie die weinig of nooit gerapporteerd wordt in jaarverslagen 166

Hoofdstuk 4: De invloed van bedrijfsspecifieke kenmerken op de vrijwillige niet-financiële informatierapportering 169

4.1 Bevindingen uit de literatuur en hypothese-opbouw 170
4.2 Onderzoeksopzet 187
4.3 Onderzoeksresultaten 191
4.4 Conclusie 205

Hoofdstuk 5: De rapportering van niet-financiële informatie, de voorspellingsnauwkeurigheid en de voorspellingsvariantie 209

5.1 Bevindingen uit de literatuur en hypothese-opbouw 211
5.2 Onderzoeksopzet 226
5.3 Onderzoeksresultaten 230
5.4 Conclusie 244

Deel III De vraag naar vrijwillige niet-financiële informatie op de Belgische informatiemarkt: het standpunt van de Belgische sell-side financiële analist 249

Hoofdstuk 6: De kenmerken van de Belgische sell-side financiële analist en de werking van de Belgische informatiemarkt 253

6.1 Bevindingen uit de literatuur 255

6.2	Onderzoeksopzet	262
6.3	Onderzoeksresultaten	265
6.3.1	*Demografische kenmerken*	*265*
6.3.2	*Het belang van de informatiebronnen*	*269*
6.3.3	*De werking van de Belgische informatiemarkt*	*273*
6.4	Conclusie	276
Hoofdstuk 7:	**Het gebruik van vrijwillige niet-financiële informatie door sell-side financiële analisten**	**279**
7.1	Bevindingen uit de literatuur en hypothese-opbouw	282
7.2	Onderzoeksopzet	288
7.3	Onderzoeksresultaten	293
7.3.1	*Inhoudsanalyse van analistenrapporten*	*293*
7.3.2	*Survey bij financiële analisten*	*310*
7.3.3	*De vergelijking van de inhoudsanalyse van analistenrapporten en de survey*	*313*
7.4	Conclusie	316
7.5	Appendix 1: Gedetailleerde analyse van het gebruik van niet-financiële informatie volgens de inhoudsanalyse van analistenrapporten: analyse per groep	319
7.5.1	*Groep 1: Niet-financiële informatie die vaak tot altijd vermeld wordt in analistenrapporten*	*319*
7.5.2	*Groep 2: Niet-financiële informatie die regelmatig vermeld wordt in analistenrapporten*	*322*
7.5.3	*Groep 3: Niet-financiële informatie die soms vermeld wordt in analistenrapporten*	*323*
7.5.4	*Groep 4: Niet-financiële informatie die zelden of nooit vermeld wordt in analistenrapporten*	*324*
7.6	Appendix 2: Gedetailleerde analyse van het gebruik van niet-financiële informatie volgens de survey: analyse per groep	325
7.6.1	*Groep 1: Niet-financiële informatie die vaak tot altijd gebruikt wordt door financiële analisten*	*326*
7.6.2	*Groep 2: Niet-financiële informatie die regelmatig gebruikt wordt door financiële analisten*	*327*
7.6.3	*Groep 3: Niet-financiële informatie die zelden gebruikt wordt door financiële analisten*	*328*
Hoofdstuk 8:	**Invloeden op het gebruik van vrijwillige niet-financiële informatie**	**329**
8.1	Bevindingen uit de literatuur en hypothese-opbouw	332
8.1.1	*Invloed van bedrijfsspecifieke determinanten*	*332*
8.1.2	*Invloed van analistspecifieke determinanten*	*336*
8.1.3	*Samenvatting van de hypothesen*	*339*
8.2	Onderzoeksopzet	339
8.3	Onderzoeksresultaten	342
8.4	Conclusie	355

Hoofdstuk 9: De invloed van het gebruik van niet-financiële informatie op de voorspellings-nauwkeurigheid van financiële analisten **359**
9.1 Bevindingen uit de literatuur en hypothese-opbouw 360
9.2 Onderzoeksopzet 366
9.3 Onderzoeksresultaten 367
9.4 Conclusie 377

Deel IV De vergelijking tussen de vraag naar en het aanbod van niet-financiële informatie **381**

Hoofdstuk 10: Een vergelijkende studie van de vraag en het aanbod van niet-financiële informatie: het standpunt van de financiële analist **383**
10.1 Bevindingen uit de literatuur en hypothese-opbouw 384
10.2 Onderzoeksopzet 386
10.3 Onderzoeksresultaten 387
10.4 Conclusie 396

Conclusie en aanbevelingen **399**

Referentielijst **409**

Bijlage 1: Informatieverplichtingen voor Belgische beursgenoteerde ondernemingen **437**

Bijlage 2: Survey **447**

Lijst van de tabellen

Tabel 1.1	Vergelijking van de institutionele kenmerken tussen België en de vier institutionele systemen	14
Tabel 2.1	Literatuuroverzicht van de relatie tussen de mate van informatieverstrekking en de kapitaalkost	47
Tabel 2.2	Overzicht van de verwachte invloeden op de kost van het eigen/vreemd vermogen	58
Tabel 2.3	Omschrijving en definiëring van de variabelen	66
Tabel 2.4	Omschrijving en definiëring van de instrumentele variabelen	68
Tabel 2.5	Beschrijvende statistieken in de analyse van de kost van het eigen vermogen	70
Tabel 2.6	Pearson en Spearmans' rho correlatiecoëfficiënten tussen de kost van het eigen vermogen en de onafhankelijke variabelen (N=681)	74
Tabel 2.7	Analyse van de kost van het eigen vermogen en de kwaliteit van de informatierapportering per sector	75
Tabel 2.8	Multivariate regressieresultaten van de determinanten op de kost van het eigen vermogen	78
Tabel 2.9	Multivariate regressieresultaten van de determinanten op de kost van het eigen vermogen: analyse per informatiecategorie	82
Tabel 2.10	3SLS analyse van de determinanten op de kost van het eigen vermogen	87
Tabel 2.11	Multivariate regressieresultaten van de determinanten op de kost van het eigen vermogen: sensitiviteitsanalyse per land	90
Tabel 2.12	Multivariate regressieresultaten van de determinanten op de kost van het eigen vermogen: sensitiviteitsanalyse per sector	91
Tabel 2.13	Beschrijvende statistieken van de kost van het vreemd vermogen	93
Tabel 2.14	Pearson en Spearmans' rho correlatiecoëfficiënten tussen de kost van het vreemd vermogen en de onafhankelijke variabelen (N=702)	94
Tabel 2.15	Analyse van de kost van het vreemd vermogen en de kwaliteit van de informatierapportering per sector	95
Tabel 2.16	Multivariate regressieresultaten van de determinanten op de kost van het vreemd vermogen	97
Tabel 2.17	Multivariate regressieresultaten van de determinanten op de kost van het vreemd vermogen: analyse per informatiecategorie	100
Tabel 2.18	Multivariate regressieresultaten van de determinanten op de kost van het vreemd vermogen: sensitiviteitsanalyse per land	102
Tabel 2.19	Multivariate regressieresultaten van de determinanten op de kost van het vreemd vermogen: sensitiviteitsanalyse per sector	103
Tabel 3.1	Overzicht van de ondernemingen in de steekproef	139

Tabel 3.2	De mate van rapportering van niet-financiële informatie: frequenties en de toewijzing aan groepen	141
Tabel 3.3	Beschrijvende statistieken van de rapportering van niet-financiële informatie in de jaarverslagen 2001, 2003 en 2005 (N=40)	148
Tabel 3.4	De resultaten van de Friedman test betreffende de evolutie in de rapportering van niet-financiële informatie (N=40)	152
Tabel 3.5	De resultaten van de Wilcoxon rank test betreffende de evolutie in de rapportering van niet-financiële informatie (N=40)	154
Tabel 3.6	Overzicht van het aantal informatie-items per (sub)categorie toegewezen aan de vier groepen (N=40)	160
Tabel 4.1	Literatuuroverzicht van bedrijfsspecifieke determinanten op de mate van informatieverstrekking	171
Tabel 4.2	Samenvattend overzicht van de hypothesen	187
Tabel 4.3	Omschrijving en definiëring van de variabelen	189
Tabel 4.4	Beschrijvende statistieken (N=120)	192
Tabel 4.5	Spearmans' rho correlatiecoëfficiënten tussen de afhankelijke en de onafhankelijke variabelen (N=120)	194
Tabel 4.6	Multivariate regressieresultaten van de invloed van bedrijfsspecifieke kenmerken op de rapportering van niet-financiële informatie (N=120)	197
Tabel 4.7	Samenvattend overzicht van de invloeden op de mate van niet-financiële informatierapportering	206
Tabel 5.1	Samenvattend overzicht van de hypothesen	225
Tabel 5.2	Omschrijving en definiëring van de variabelen	229
Tabel 5.3	Beschrijvende statistieken van de afhankelijke en onafhankelijke variabelen (N=115)	231
Tabel 5.4	Spearmans' rho correlatiecoëfficiënten tussen de afhankelijke en de onafhankelijke variabelen (N=115)	233
Tabel 5.5	Multivariate regressieresultaten van de invloed van bedrijfsspecifieke determinanten op de voorspellingsnauwkeurigheid (N=115)	235
Tabel 5.6	Multivariate regressieresultaten van de invloed van bedrijfsspecifieke determinanten op de voorspellingsvariantie (N=111)	240
Tabel 5.7	Samenvattend overzicht van de invloeden op de voorspellingsnauwkeurigheid en de voorspellingsvariantie	244
Tabel 6.1	Literatuuroverzicht over het belang van de verschillende informatiebronnen voor financiële analisten	256
Tabel 6.2	Literatuuroverzicht over het belang van de verschillende onderdelen van het jaarverslag voor financiële analisten	261
Tabel 6.3	Verdeling van de populatie en de respondenten per financiële instelling	264
Tabel 6.4	Demografische kenmerken van de Belgische sell-side financiële analisten (N=31)	265

Tabel 6.5	Het opleidingsniveau van de Belgische sell-side financiële analisten (N=31)	267
Tabel 6.6	De waarderingsmethoden die gebruikt worden door de Belgische sell-side financiële analisten (N=31)	268
Tabel 6.7	De belangrijkheid van informatiebronnen voor de Belgische sell-side financiële analisten (N=31)	270
Tabel 6.8	De belangrijkheid van de verschillende onderdelen van het jaarverslag voor de Belgische sell-side financiële analisten (N=31)	272
Tabel 6.9	De mening van de Belgische sell-side financiële analisten over de werking van de Belgische informatiemarkt (N=31)	273
Tabel 7.1	Overzicht van het aantal analistenrapporten per onderneming	291
Tabel 7.2	Het gebruik van vrijwillige niet-financiële informatie door de Belgische sell-side financiële analist volgens de inhoudsanalyse van analistenrapporten en de survey	295
Tabel 7.3	Beschrijvende statistieken van het gebruik van niet-financiële informatie vermeld in de analistenrapporten van 2002, 2004 and 2006 (N = 52 in 2002; N = 63 in 2004 and N=62 in 2006)	302
Tabel 7.4	Resultaten van de Friedman test betreffende de evolutie in het gebruik van niet-financiële informatie in analistenrapporten (N=30)	305
Tabel 7.5	Resultaten van de Wilcoxon rangorde test betreffende de evolutie in het gebruik van niet-financiële informatie in analistenrapporten (N=35 in 2002-2004; N=44 in 2004-2006; N=34 in 2002-2006)	307
Tabel 7.6	Het gebruik van niet-financiële informatie op basis van de survey gegevens (N=31)	311
Tabel 7.7	Correlatiecoëfficiënten tussen de mate van het gebruik van niet-financiële informatie	314
Tabel 7.8	Overzicht van het aantal informatie-items per (sub)categorie toegewezen aan de vier groepen op basis van de inhoudsanalyse van analistenrapporten (N = 52 in 2002; N = 63 in 2004 and N=62 in 2006)	320
Tabel 7.9	Overzicht van het aantal informatie-items per informatie(sub)categorie toegewezen aan de drie groepen op basis van de survey (N=31)	325
Tabel 8.1	Samenvattend overzicht van de hypothesen	339
Tabel 8.2	Omschrijving en definiëring van de variabelen	341
Tabel 8.3	Beschrijvende statistieken van de afhankelijke en onafhankelijke variabelen (N=31)	343
Tabel 8.4	Spearmans' rho correlatiecoëfficiënten tussen de afhankelijke en de onafhankelijke variabelen (N=31)	344
Tabel 8.5	Multivariate regressieresultaten van de invloed van bedrijfsspecifieke en analistspecifieke determinanten op het gebruik van niet-financiële informatie (N=31)	346
Tabel 8.6	Samenvattend overzicht van de invloeden op het gebruik van niet-financiële informatie	356

Tabel 9.1	Samenvattend overzicht van de hypothesen	366
Tabel 9.2	Omschrijving en definiëring van de variabelen	368
Tabel 9.3	Beschrijvende statistieken van de afhankelijke en onafhankelijke variabelen (N=31)	369
Tabel 9.4	Spearmans' rho correlatiecoëfficiënten tussen de afhankelijke en de onafhankelijke variabelen (N=31)	370
Tabel 9.5	Multivariate regressieresultaten van de invloed van de analistspecifieke determinanten op de voorspellingsnauwkeurigheid (N=31)	372
Tabel 9.6	Samenvattend overzicht van de analistspecifieke invloeden op de voorspellingsnauwkeurigheid van financiële analisten	377
Tabel 10.1	Het procentuele aantal items per informatiecategorie vermeld in de analistenrapporten dat gerapporteerd wordt in de jaarverslagen	389
Tabel 10.2	Resultaten van de Mann-Whitney U test betreffende de mate waarin ondernemingen niet-financiële informatie rapporteren in jaarverslagen en de mate waarin financiële analisten niet-financiële informatie vermelden in analistenrapporten	393

Lijst van de figuren

Figuur 3.1	Voorbeelden van verplichte/vrijwillige en financiële/niet-financiële informatie-items die Belgische ondernemingen dienen of kunnen verstrekken	122
Figuur 10.1	De mate van rapportering en gebruik van niet-financiële informatie	391

Inleiding

Het voorbije decennium kenmerkte zich door de toenemende globalisering, de ontwikkeling van nieuwe technologische toepassingen en sectoren, de opkomst van het internet en de overgang naar een kenniseconomie. Deze evoluties verminderden echter de informatiewaarde van de traditionele financiële staten zoals de balans of de resultatenrekening (Bergamini en Zambon, 2002; Francis et al., 2002; de Bos, 2002; AICPA, 1994). Investeerders en andere belanghebbenden zijn dan ook vragende partij dat ondernemingen vrijwillig bijkomende informatie verschaffen zodat zij in staat zijn om de financiële kerncijfers, de prestaties en de waarde van een onderneming in te schatten (Gu en Lev, 2004; IASB-raamwerk, 2004; Bushman en Smith, 2001; FASB, 2001; Lev en Zarowin, 1999; Törnqvist, 1999; Wallman, 1995; AICPA, 1994).

In dit doctoraatsonderzoek wordt specifiek de relevantie van niet-financiële informatie op de kapitaalmarkt onderzocht omdat de wetenschappelijke kennis over het belang van deze informatie beperkt is (Beaver, 2002). Slechts een beperkt aantal studies (Beretta en Bozzolan, 2004; Garcia-Ayuso, 2003; Francis et al., 2002; Graham et al., 2002b; Lev en Zarowin, 1999; Amir en Lev, 1996) bestuderen de relevantie van niet-financiële informatie voor de kapitaalmarkt. Zij vinden dienaangaande dat de impact van niet-financiële informatie op de toekomstige resultaten en de waarde van de onderneming sterk toegenomen is.

In onze studie definiëren we niet-financiële informatie als alle informatie die niet opgenomen is in de financiële staten van de onderneming. Deze definitie is analoog als de omschrijving die Meek et al. (1995) hanteren voor niet-financiële informatie. Het is belangrijk om op te merken dat er, in tegenstelling tot financiële informatie, zeer weinig wettelijke voorschriften bestaan voor het rapporteren van deze informatie. Hierdoor wordt niet-financiële informatie hoofdzakelijk op vrijwillige basis verstrekt door ondernemingen. De vraag stelt zich echter of het zinvol is voor ondernemingen om tegemoet te komen aan de toenemende druk van de maatschappij om vrijwillig niet-financiële informatie te verschaffen. We stellen in dit doctoraatsonderzoek dan ook de volgende centrale onderzoeksvraag:

Is het rapporteren van niet-financiële informatie relevant voor beursgenoteerde ondernemingen?

Een onderzoek naar de relevantie van de niet-financiële informatierapportering is nuttig om diverse redenen. Eerder uitgevoerde studies komen tot de bevinding dat de beursgenoteerde ondernemingen vrijwillig niet-financiële informatie verstrekken, maar er zijn weinig studies die aantonen dat ondernemingen voordelen realiseren bij het verstrekken van meer niet-financiële informatie. Eén van de belangrijkste voordelen is een verminderde kapitaalkost (Healy en Palepu, 2001). In theorie vermindert de onzekerheid over de onderneming wanneer er meer (niet-financiële) informatie beschikbaar is. Hierdoor vragen de investeerders een lagere risicopremie en vermindert de kapitaalkost. De empirische ondersteuning voor deze theoretische relatie ontbreekt evenwel. Een studie van Richardson en Welker (2001) vindt in tegendeel een omgekeerde relatie. Onze studie tracht een bijdrage te leveren door de impact van de niet-financiële informatierapportering op de kapitaalkost van ondernemingen te bestuderen. Deze relatie onderzoeken we in twee sterk verschillende institutionele omgevingen: Noord-Amerika en Continentaal Europa. Diverse studies (La Porta et al., 2006; Leuz et al., 2003; Ali en Hwang, 2000) stellen vast dat de kwaliteit van de financiële staten van ondernemingen in Noord-Amerika beter is dan deze van de ondernemingen in Continentaal Europa. Richardson en Welker (2001) argumenteren dan ook dat het belang van niet-financiële informatie groter is in institutionele omgevingen waarvan de financiële informatie van een lagere kwaliteit is zodat de belanghebbenden beter in staat zijn om de financiële toestand en prestaties van een onderneming te beoordelen. De onderzoeksresultaten van onze empirische studie alsook een inleiding tot de werking van de kapitaalmarkt is opgenomen in deel I van deze doctoraatsstudie.

Een belangrijke voorwaarde vooraleer een onderneming enig voordeel kan realiseren is dat de belanghebbenden ook gebruik maken van de niet-financiële informatie die ondernemingen rapporteren. Financiële analisten worden dienaangaande beschouwd als één van de belangrijkste gebruikers van de informatie die ondernemingen verschaffen (Lang en Lundholm, 1993). Zij

vervullen een belangrijke rol op de kapitaalmarkt omdat zij middels hun analyses en beleggingsadviezen een invloed uitoefenen op het gedrag van bestaande of potentiële investeerders van een onderneming (Covrig en Low, 2005; Fogarty en Rogers, 2005; Holland en Johansson, 2003; Törnqvist, 1999; Barker, 1998; Womack, 1996; Schipper, 1991). Indien de financiële analisten de door de onderneming gerapporteerde informatie gebruiken, kunnen we eveneens stellen dat de onzekerheid over een bepaalde onderneming verkleint. Hierdoor is een onderneming in de mogelijkheid om voordelen te realiseren in de vorm van een betere liquiditeit van het aandeel of een lagere kapitaalkost. De analyse naar het gebruik van niet-financiële informatie door financiële analisten, wordt uitgevoerd in de Belgische kapitaalmarkt. Om een uitspraak te doen of Belgische financiële analisten ook gebruik maken van de niet-financiële informatie die ondernemingen rapporteren, dienen we eerst inzicht te krijgen in de niet-financiële informatie die Belgische ondernemingen verschaffen. Het onderzoek naar het aanbod van niet-financiële informatie door ondernemingen en de vraag naar niet-financiële informatie vanwege de financiële analist wordt toegelicht in de delen II tot en met IV.

In deel II bestuderen we het aanbod van niet-financiële informatie die Belgische beursgenoteerde ondernemingen ter beschikking stellen in hun jaarverslagen. Deze analyse wordt uitgevoerd in drie tijdsperioden waardoor we in de mogelijkheid zijn om trends in de rapportering van niet-financiële informatie door Belgische ondernemingen vast te stellen. Verder bieden we verklaringen aan voor de verschillen in de hoeveelheid aan niet-financiële informatie die door Belgische beursgenoteerde ondernemingen verschaft wordt. Tenslotte onderzoeken we of de rapportering van vrijwillige niet-financiële informatie een invloed heeft op de nauwkeurigheid en de variantie van de voorspelde bedrijfsresultaten die financiële analisten maken voor de geanalyseerde Belgische beursgenoteerde ondernemingen.

Deel III bespreekt de onderzoeksresultaten met betrekking tot de vraag naar niet-financiële informatie. Hierbij bestuderen we het belang dat Belgische sell-

side financiële analisten[1] hechten aan niet-financiële informatie. Dit onderzoek wordt uitgevoerd middels een inhoudsanalyse van analistenrapporten die opgesteld worden door deze financiële analisten en middels een enquête afgenomen bij dezelfde doelgroep. De geselecteerde analistenrapporten zijn opgesteld in drie verschillende tijdsperioden, waardoor het mogelijk is om een evolutie in het gebruik van niet-financiële informatie door financiële analisten waar te nemen. In deel III trachten we ook verklaringen te vinden voor het verschillend gebruik van niet-financiële informatie door de Belgische sell-side financiële analisten. Er wordt tevens onderzocht of de mate van gebruik van niet-financiële informatie een invloed heeft op de nauwkeurigheid van de bedrijfsresultaten die financiële analisten voorspellen.

Deel IV onderzoekt of er al dan niet overeenstemming is tussen het aanbod van en de vraag naar niet-financiële informatie. Beursgenoteerde ondernemingen zijn immers geïnteresseerd in de mate waarin financiële analisten gebruik maken van de door hen gerapporteerde informatie. Deze onderzoeksvraag wordt beantwoord middels een vergelijkende analyse van de inhoud van jaarverslagen en van analistenrapporten.

Het doctoraat wordt afgerond met een conclusie waarbij enkele beleidsaanbevelingen geformuleerd worden. Verschillende beleidsinstanties (onder meer de CBFA) hebben tot doel om marktomstandigheden te creëren waarbij beleggers en investeerders op basis van betrouwbare en voldoende informatie een evaluatie kunnen maken van de onderneming waarin zij hun financiële middelen investeren. De vraag stelt zich dan ook of het nuttig is om ondernemingen te verplichten meer niet-financiële informatie te rapporteren.

[1] De definitie van een sell-side financiële analist is opgenomen in hoofdstuk 1

DEEL I: De rapportering van niet-financiële informatie, de informatiemarkt en de kapitaalmarkt

In deel I bestuderen we of ondernemingen kunnen genieten van een lagere kapitaalkost bij het rapporteren van niet-financiële informatie. In hoofdstuk 1 bespreken we eerst enkele theoretische begrippen die gerelateerd zijn aan de werking van de kapitaalmarkt en de informatiemarkt. De informatiemarkt is de plaats waar de onderneming en de diverse belanghebbenden van de onderneming elkaar ontmoeten voor het uitwisselen van informatie. In dit eerste hoofdstuk hebben we ook specifiek aandacht voor de rol die ondernemingen en financiële analisten vervullen op de kapitaalmarkt en de informatiemarkt.

In hoofdstuk 2 voeren we een empirische analyse uit naar de invloed van de rapportering van niet-financiële informatie op de kapitaalkost van ondernemingen. Een dergelijk onderzoek is relevant omdat de kapitaalkost van een onderneming de economische groei in een land bepaalt. In theorie daalt de kapitaalkost indien een onderneming meer informatie verstrekt. Empirische studies naar de relatie tussen de rapportering van niet-financiële informatie en de kapitaalkost van een onderneming zijn evenwel beperkt. Onze studie tracht hierin een bijdrage te leveren. In het bijzonder onderzoeken we of ondernemingen die gevestigd zijn in twee verschillende institutionele omgevingen kunnen genieten van hetzij een lagere kost van het eigen vermogen, hetzij een lagere kost van het vreemd vermogen naarmate zij meer inspanningen leveren tot het verschaffen van niet-financiële informatie op hun websites. Deze twee institutionele omgevingen zijn Continentaal Europa en Noord-Amerika. Gezien de kwaliteit van de verplichte financiële informatie beter is in Noord-Amerika in vergelijking met Continentaal Europa (Leuz et al., 2003; La Porta et al., 1998) kan verwacht worden dat de impact van de niet-financiële informatie - die in hoofdzaak vrijwillig verstrekt wordt - groter is in Continentaal Europa dan in Noord-Amerika, omdat de spelers op de kapitaalmarkt in Continentaal Europa additionele informatie verlangen om de financiële cijfers te kunnen interpreteren.

Een analyse naar de invloed van de rapportering van niet-financiële informatie op de kapitaalkost van een onderneming is vooral nuttig voor de ondernemingen zelf. Indien zou blijken dat de kapitaalkost vermindert naarmate een onderneming meer gegevens vrijgeeft, betekent dit dat deze informatie relevant is voor de investeerders en financiële analisten, wat een stimulus kan zijn voor ondernemingen om additionele inspanningen te leveren tot het verstrekken van niet-financiële informatie. Onze studie laat ook toe om diverse rubrieken van niet-financiële informatie te bestuderen. Zo wordt er onderzocht of de impact van bijvoorbeeld corporate governance informatie op de kapitaalkost van een onderneming verschillend is ten opzichte van bijvoorbeeld informatie over het intellectueel kapitaal van een onderneming of maatschappelijke informatie.

Hoofdstuk 1: Theoretische grondslagen van de informatiemarkt en de kapitaalmarkt

In dit hoofdstuk bestuderen we de rol van ondernemingen en financiële analisten op de informatiemarkt en de kapitaalmarkt. De werking van beide markten wordt toegelicht in de eerste sectie. De tweede sectie analyseert de invloed van ondernemingen op de informatiemarkt en de kapitaalmarkt. De derde sectie bespreekt de invloed van financiële analisten op beide markten.

1.1 De werking van de informatiemarkt en de kapitaalmarkt

Barker (1998) stelt dat de informatiemarkt de ontmoetingsplaats is waarbij informatie uitgewisseld wordt tussen de aanbieders van informatie (onder meer de beursgenoteerde ondernemingen) en de vragers naar informatie (onder meer de beleggers of de investeerders). Op de informatiemarkt kan een zelfde individu zowel vrager als aanbieder zijn van informatie. De financiële analist bijvoorbeeld is enerzijds vragende partij dat de beursgenoteerde onderneming informatie kenbaar maakt, maar anderzijds is de financiële analist ook een aanbieder van informatie naar de investeerder of de aandeelhouder toe. De kapitaalmarkt is dan weer de plaats waarop vers kapitaal wordt opgehaald of waarop bestaande eigendomsbewijzen (bijvoorbeeld aandelen en obligaties) uitgewisseld worden. Beide markten zijn nauw met elkaar verbonden. Enerzijds heeft de output van de informatiemarkt zoals de gerapporteerde informatie van ondernemingen of de voorspellingen en de aanbevelingen van financiële analisten een invloed op kenmerken van de kapitaalmarkt, zoals de volatiliteit en de verhandelbaarheid van de aandelen, de marktefficiëntie of het marktvolume. Anderzijds heeft de kapitaalmarkt een invloed op de mate waarin informatie verschaft wordt op de informatiemarkt. Zo zullen ondernemingen die vers kapitaal ophalen op de kapitaalmarkt, meer gegevens verstrekken op de informatiemarkt (Holland en Johanson, 2003).

Barker (1998) benadrukt evenwel dat een efficiënte uitwisseling van informatie tussen de belanghebbenden van een onderneming - in het bijzonder de investeerders en de financiële analisten - en de onderneming zelf noodzakelijk is. Het is immers zo dat een efficiënt werkende informatiemarkt een absolute noodzaak is vooraleer er sprake kan zijn van een efficiënt werkende kapitaalmarkt (Adelegan, 2003). Levitt (1999) haalt eveneens in een toespraak tot de Amerikaanse beursregulator SEC aan dat kapitaalmarkten enkel efficiënt werken naarmate de ondernemingen waarderelevante informatie verschaffen en naarmate er een efficiënte werking is van de informatiemarkt.

In de academische literatuur is er veel onderzoek gevoerd naar de efficiënte werking van de kapitaalmarkt. Een efficiënte kapitaalmarkt is een markt waarbij de beurskoersen op ieder tijdstip alle beschikbare informatie reflecteren (Fama, 1970). Hierbij worden drie assumpties gemaakt (Reilly en Brown, 2003):

- Er zijn een groot aantal concurrerende en winstmaximaliserende investeerders die onafhankelijk van elkaar aandelen analyseren;
- Nieuwe informatie over een onderneming komt ad random op de markt. De timing van het ene informatiefeit is onafhankelijk van het andere;
- De concurrerende investeerders trachten zo snel mogelijk te handelen zodat de nieuwe informatie gereflecteerd wordt in de aandelenkoersen.

Deze assumpties houden in dat de koersaanpassingen niet vertekend zijn. Dit laatste impliceert dat de beurskoersen een weergave zijn van de toekomstvooruitzichten van een onderneming zoals ze door de investeerders geschat worden. Een efficiënte kapitaalmarkt suggereert evenwel niet dat een kapitaalmarkt perfect moet zijn. Het is nog altijd mogelijk dat de kapitaalmarkt over– of onderreageert op bepaalde informatie, maar het is onmogelijk om het tijdstip waarop dit zal gebeuren te voorspellen. De kapitaalmarkt zal wel efficiënter werken indien er meer concurrerende investeerders actief zijn op de kapitaalmarkt omdat de beschikbare informatie sneller opgenomen wordt in de aandelenprijs (Reilly en Brown, 2003).

In de literatuur worden drie vormen van marktefficiëntie onderscheiden (Laveren et al., 2004):

- De zwakke vorm die enkel rekening houdt met de informatie die vervat is in historische aandelenprijzen;
- De halfsterke vorm die rekening houdt met alle publiek beschikbare informatie zoals informatie die opgenomen is in de jaarrekening, informatie over de producten en de diensten van een onderneming of informatie over de samenstelling van de raad van bestuur;
- De sterke vorm die rekening houdt met alle publiek en insider beschikbare informatie.

De zwakke vorm stelt dat beurskoersen verklaard worden door de informatie die vervat zit in historische prijzenreeksen. Wijzigingen in de beurskoers worden enkel veroorzaakt door nieuwe informatie die vrijgegeven wordt. Het gevolg hiervan is dat beursschommelingen statistisch onafhankelijk zijn van elkaar. Koersschommelingen volgen een willekeurig en onvoorspelbaar patroon, daar deze een reflectie zijn van niet-voorspelbare informatie. Het is onmogelijk om duurzame, abnormale rendementen te halen uit het analyseren van historische informatie indien de kapitaalmarkt in zijn zwakste vorm efficiënt werkt (Evans, 2006; Jarrett en Kyper, 2006; Gu, 2004).

De halfsterke vorm stelt dat beurskoersen zich onmiddellijk aanpassen aan alle publiek beschikbare informatie. Dit betekent dat de analyse van een financiële analist over een bepaalde onderneming weinig of geen toegevoegde waarde heeft (Block, 1999). Indien er abnormale rendementen worden gehaald nadat informatie publiek kenbaar wordt gemaakt, is dit een bewijs dat de kapitaalmarkt niet efficiënt werkt. De snelheid waarmee de beurskoersen zich aanpassen, is dus cruciaal. Wanneer de marktefficiëntie halfsterk is, is eveneens de zwakke vorm van marktefficiëntie voldaan.

De sterke vorm stelt dat beurskoersen alle informatie over de ondernemingen bevatten. Er is niemand die over bepaalde informatie beschikt die nog niet in de beurskoersen is opgenomen. De beurskoersen zijn dus een reflectie van zowel de publiek beschikbare informatie als van de insider informatie.

Een eerste gevolg van een efficiënt werkende kapitaalmarkt is dat de beschikbare financiële middelen op de kapitaalmarkt optimaal verdeeld worden omdat de beurskoersen een correcte weerspiegeling zijn van de marktwaarde van ondernemingen (Owen en Thaler, 2003; Baldwin, 1984; Fama, 1970). Een tweede gevolg is dat investeerders niet in de mogelijkheid zijn om abnormale rendementen te realiseren op basis van de aanbevelingen of de voorspellingen van financiële analisten. Hierdoor kan het nut van financiële analisten op de kapitaalmarkt in vraag gesteld worden. Indien de kapitaalmarkt in zijn zwakke vorm functioneert, zullen technische analisten geen duurzame rendementen kunnen realiseren door het bestuderen van historische koersinformatie. Indien de kapitaalmarkt in de halfsterke vorm efficiënt functioneert, realiseren financiële analisten middels toepassing van de fundamentele analyse geen abnormale rendementen (Reilly en Brown, 2003). Beckers et al. (2004) vinden verder dat een efficiënte markt tot gevolg heeft dat financiële analisten leren van fouten uit het verleden waardoor er geen blijvende en systematische vertekeningen zijn in de gemiddelde nauwkeurigheid van het voorspelde resultaat tussen de verschillende analisten. Een ander gevolg is dat investeerders hun aandelenportefeuille beter passief dan actief beheren onder toepassing van de halfsterke vorm van marktefficiëntie omdat een actief beheer transactiekosten met zich meebrengt (Beckers et al., 2004).

Het feit of kapitaalmarkten al dan niet efficiënt functioneren is een stelling die moeilijk te beantwoorden valt (Laveren et al., 2004). Financiële markten zijn noch efficiënt noch inefficiënt. Het is wel zo dat bepaalde financiële markten al efficiënter zijn dan andere financiële markten. Evans (2006) stelt bijvoorbeeld vast dat kapitaalmarkten met lage marktkapitalisaties minder efficiënt werken dan kapitaalmarkten met hoge marktkapitalisaties. Fama (1970) komt tot de bevinding dat kapitaalmarkten efficiënt functioneren in de zwakke en de halfsterke vorm, terwijl dit niet het geval is voor de sterke vorm. Grossman en Stiglitz (1980) menen dan ook dat de sterke vorm van marktefficiëntie onmogelijk is. Investeerders en aandeelhouders dienen immers voordelen – in de vorm van abnormale rendementen – te ondervinden om informatie te verzamelen omdat deze laatste activiteit kosten met zich meebrengt.

Een aantal studies stellen ook de efficiënte werking van de kapitaalmarkt in zijn halfsterke vorm en in zijn zwakke vorm in vraag. Barber et al. (2001) en Abarbanell en Bushee (1998) vinden dat investeerders abnormale rendementen kunnen halen wanneer zij analistenadviezen opvolgen. Deze resultaten impliceren dat de kapitaalmarkt niet in zijn halfsterke vorm functioneert omdat de adviezen van analisten beschouwd worden als publiek beschikbare informatie. Gelijkaardige bevindingen worden vastgesteld door Li (2005) en Womack (1996). Deze resultaten zijn tevens een verklaring voor de aanwezigheid van financiële analisten op de kapitaalmarkt. Beursvennootschappen nemen immers financiële analisten in dienst met het oog op het behalen van abnormale rendementen. Ondanks het feit dat de aanwezigheid van financiële analisten op de kapitaalmarkt erop wijst dat de kapitaalmarkt niet efficiënt functioneert in de halfsterke vorm, concluderen Barth en Hutton (2000) dat deze belanghebbenden een belangrijke rol vervullen in het verbeteren van de marktefficiëntie. Zo vinden deze auteurs dat de beurskoersen van ondernemingen die gevolgd worden door een groter aantal financiële analisten sneller bedrijfsgerelateerde informatie opnemen dan ondernemingen die gevolgd worden door een kleiner aantal financiële analisten. Een aantal andere studies, onder meer Li en Xu (2002) en Groenewold (1997) bieden wel ondersteuning voor het bestaan van de halfsterke vorm van de efficiënte werking van de kapitaalmarkt.

In de literatuur wordt verder het empirisch bewijs geleverd dat de sterk ontwikkelde kapitaalmarkten zoals deze van de Verenigde Staten of het Verenigd Koninkrijk efficiënt zijn in hun zwakke vorm (Evans, 2006; Li en Xu, 2002, Pandey et al., 1998; Fama, 1991). De literatuur vertoont geen overeenstemming voor de kapitaalmarkten die minder goed ontwikkeld zijn zoals de kapitaalmarkten in Afrika, Azië of Oost-Europa. Islam en Khaled (2005), Laopodis (2004), Adelegan (2003) en Karemera et al. (1999) vinden dat deze kapitaalmarkten efficiënt functioneren in de zwakke vorm, terwijl Dragota en Mitrica (2004), Kavussanos en Dockery (2001) en Huber (1997) de stelling verwerpen dat de kleinere kapitaalmarkten in hun zwakke vorm efficiënt werken. Fama (1998) levert wel kritiek op deze laatste empirische studies omdat de gebruikte onderzoeksmethoden gevoelig zijn voor vertekeningen.

Financiële analisten zijn er zelf van overtuigd dat kapitaalmarkten niet efficiënt werken (Block, 1999). Zo stellen Ho en Wong (2001a) en Eccles en Mavrinac (1995) op basis van een enquête een informatiekloof vast tussen het management van de onderneming en de financiële analisten. Financiële analisten verwijten bedrijfsmanagers dat zij te weinig communicatief en behulpzaam zijn en dat ze zich voornamelijk beperken tot het verstrekken van wettelijk verplichte informatie. Het bedrijfsmanagement daarentegen vindt dan weer dat zij pro-actief is in het rapporteren van informatie.

De vraag die zich stelt is of kapitaalmarkten efficiënter werken indien ondernemingen verplicht worden tot het verstrekken van meer informatie. Engelen (1999) is de mening toegedaan dat er niet meer regulering nodig is. Er zijn immers voldoende geïnformeerde partijen die in staat zijn de onderneming te analyseren zodat de marktprijzen een weerspiegeling zijn van alle publiek beschikbare informatie. De studies van Ho en Wong (2001a) en Eccles en Mavrinac (1995) benadrukken eveneens dat de informatiekloof niet enkel gedicht kan worden door ondernemingen te verplichten om meer gegevens te rapporteren. Er dient ook aandacht geschonken te worden aan de kwaliteit van de gerapporteerde informatie en aan de wijze waarop deze informatie verstrekt wordt. Meer specifiek wordt hierbij geopperd dat ondernemingen het geschikte medium dienen te kiezen om informatie te verstrekken, een strategie dienen op te stellen voor het rapporteren van informatie en vrijwillig niet-financiële informatie dienen te verstrekken.

Net zoals Barker (1998) concluderen we op basis van bovenstaande bevindingen uit de literatuur dat de mate waarin een kapitaalmarkt efficiënt werkt afhankelijk is van de mate waarin de informatiemarkt efficiënt functioneert. De mate waarin de informatiemarkt efficiënt werkt is op zijn beurt gerelateerd aan de institutionele omgeving waarin de informatiemarkt zich bevindt. Zo is de informatiemarkt in de Verenigde Staten efficiënter dan bijvoorbeeld de Belgische informatiemarkt omdat de boekhoudstandaarden beter zijn en omdat de aandeelhouders beter beschermd worden (Hope, 2003a). De institutionele verschillen tussen de informatiemarkten zorgen er dus voor dat bepaalde kapitaalmarkten efficiënter zijn.

La Porta et al. (1997) maken een onderscheid tussen twee institutionele omgevingen: het 'code law' systeem en het 'common law' systeem. Dit laatste systeem is gebaseerd op gewoonterecht en is ontstaan vanuit de rechtspraak, terwijl het 'code law' systeem gebaseerd is op bepalingen die in wetten zijn opgenomen. Tot het 'common law' systeem behoren landen zoals Australië, het Verenigd Koninkrijk of de Verenigde Staten. Voorbeelden van landen die tot het 'code law' systeem behoren zijn België, Duitsland, Frankrijk of Noorwegen. De 'code law' landen verschillen onderling nog eens sterk waardoor La Porta et al. (1997) een verdere opdeling maken in drie groepen: het Franse systeem waartoe onder meer België, Frankrijk en Spanje behoren, het Duitse systeem waarvan onder meer Duitsland en Japan deel uitmaken en het Scandinavische systeem waartoe onder meer Noorwegen en Zweden behoren. Tabel 1.1 bevat een vergelijking van de vier verschillende institutionele omgevingen voor diverse institutionele kenmerken die in de academische literatuur worden vastgesteld. Deze tabel bevat ook de individuele score van België voor elk van deze kenmerken zodat de positie van België ten opzichte van de gemiddelde score voor elk van de vier institutionele omgevingen bestudeerd kan worden.

In tabel 1.1 stellen we vooreerst vast dat de ondernemingen in de 'common law' systemen meer informatieverplichtingen hebben in vergelijking met de 'code law' systemen (La Porta et al., 2006).

Verder zijn er belangrijke verschillen tussen de regels die bescherming bieden voor investeerders en schuldeisers. Zo worden deze laatste partijen beter beschermd in de 'common law' landen, maar ook binnen de 'code law' landen zijn er sterke verschillen. Zo stellen La Porta et al. (1998) vast dat de aandeelhouders en de schuldeisers van ondernemingen die tot het Franse systeem behoren veel minder rechten hebben dan de belanghebbenden van ondernemingen uit het Duitse of het Scandinavische systeem. Specifiek voor België blijken de aandeelhouders volgens de score van La Porta et al. (1998) geen bescherming te genieten, terwijl de schuldeisers een beperkte bescherming verkrijgen.

Tabel 1.1: Vergelijking van de institutionele kenmerken tussen België en de vier institutionele systemen

Kenmerk	Bron	Beschrijving	Code law België	Code law Frans systeem	Code law Duits systeem	Code law Scandi-navisch systeem	Common law Angel-saksisch systeem
Informatie-verplichtingen	La Porta et al. (2006)	Het al dan niet hebben van de verplichting in een land om informatie te geven bij een beursintroductie, informatie te verstrekken over de vergoedingen van bestuurders, enz.	0,42	0,42	0,60	0,56	0,78
- Bescherming van aandeelhouders en investeerders:							
Rechten van de aandeelhouders	La Porta et al. (1998)	Index op basis van de rechten van de aandeelhouders zoals de toelating om per brief te stemmen, een wetgeving die minderheidsaandeelhouders beschermt, enz.	0	1,76	2,00	2,50	3,39
Rechten van de schuldeisers	La Porta et al. (1998)	Index op basis van de rechten van de schuldeisers zoals het verbod dat beschermde investeerders automatisch beslag op de activa kunnen leggen bij een reorganisatie, enz.	2	1,58	2,33	2,00	3,11
- Kwaliteit van de naleving van de wetgeving:							
Wetgevende efficiëntie	La Porta et al. (1998)	De efficiëntie en de integriteit van het wetgevend systeem	9,50	6,56	8,54	10,00	8,15
Kosten besteed aan audit	Mueller et al. (1994)	De hoeveelheid aan middelen besteed aan auditdiensten	0,18	0,48	0,25	0,23	0,28
Wetgevende efficiëntie	Hope (2003a)	Een score van de mate waarin de wetten worden nageleefd	-1,89	-2,25	-1,20	0,12	-0,09

Tabel 1.1: Vergelijking van de institutionele kenmerken tussen België en de vier institutionele systemen (vervolg)

Kenmerk	Bron	Beschrijving	Code law België	Code law Frans systeem	Code law Duits systeem	Code law Scandi-navisch systeem	Common law Angel-saksisch systeem
Publieke naleving	La Porta et al. (2006)	Index op basis van kenmerken van de toezichthouder van de beursmarkt	0,15	0,53	0,25	0,38	0,62
Winstmanipulatie	Leuz et al. (2003)	Index op basis van kenmerken van winstmanipulatie	19,50	19,27	23,60	10,15	11,74
Eigendomsstructuur	La Porta et al. (1998)	Gemiddelde eigendomsstructuur op basis van de drie grootste aandeelhouders van de 10 grootste niet-financiële ondernemingen van een land	0,54	0,54	0,34	0,37	0,43
- Belangrijkheid van de kapitaalmarkten:							
Marktkapitalisatie/BNP	La Porta et al. (1997)	De verhouding tussen de marktkapitalisatie en het bruto nationaal product in een land in 1994	0,17	0,21	0,46	0,30	0,60
Aantal beursgenoteerde ondernemingen/ totale bevolking	La Porta et al. (1997)	De verhouding tussen het aantal beursgenoteerde ondernemingen en het aantal inwoners in een land in 1994	15,50	10,00	16,79	27,26	35,45
Aantal beursintroducties/ totale bevolking	La Porta et al. (1997)	De verhouding tussen het aantal beursintroducties en het aantal inwoners in een land in 1994	0,30	0,19	0,12	2,14	2,23

Het uitvaardigen van enkel regels om aandeelhouders te beschermen is echter onvoldoende. Het is evenzeer van belang dat deze regels nageleefd worden. De beste regels zullen immers inefficiënt zijn indien er geen controle is over de naleving van deze regels. La Porta et al. (1998) vinden dat de wettelijke bepalingen het best nageleefd worden in het Scandinavische en het Duitse systeem, gevolgd door het Angelsaksische en het Franse systeem. Wanneer de positie van België bekeken wordt, blijkt dat dit beter is dan het gemiddelde van het Franse systeem. Het blijkt zelfs dat België in de buurt komt van de gemiddelde Duitse of Scandinavische score. Toch dient dit resultaat gerelativeerd te worden omdat andere benaderingen van Mueller et al. (1994), Hope (2003a) of La Porta et al. (2006) een ander beeld geven.

Indien de investeerders minder goed beschermd worden, stellen Leuz et al. (2003) vast dat managers hun bedrijfsresultaten meer manipuleren. Tabel 1.1 toont immers aan dat de bedrijfsresultaten in het Franse en het Duitse systeem meer gemanipuleerd worden. De positie van België is hierbij gelijkaardig aan het gemiddelde van het Franse systeem.

La Porta et al. (1998) vinden verder dat de ondernemingen gevestigd in landen met een lage bescherming voor investeerders, een geconcentreerde eigendomsstructuur hebben. Deze bevinding is duidelijk op te merken voor België. De lage diversificatie in de eigendomsstructuren, de beperkte bescherming van aandeelhouders en de beperkte naleving van de regels en wetten in het Franse systeem zorgen ervoor dat de belangrijkheid van de kapitaalmarkten in deze landen beperkt is. De score van België blijkt op deze maatstaf iets hoger te liggen dan de gemiddelde score in het Franse systeem.

Deze vergelijking tussen de verschillende institutionele omgevingen resulteert in twee belangrijke implicaties. Ten eerste is het aantal informatieverplichtingen in België kleiner in vergelijking met andere landen ondanks de toename in de informatieverplichtingen. Hierdoor kan verwacht worden dat Belgische ondernemingen meer moeite doen om gegevens op vrijwillige basis te verstrekken om tegemoet te komen aan de druk van de verschillende belanghebbenden om informatie te verstrekken. Het is dan ook interessant om

de mate van vrijwillige informatieverstrekking in België te onderzoeken en zeker met betrekking tot de niet-financiële informatie. Ten tweede kan de incrementele bijdrage van financiële analisten op de Belgische informatiemarkt groter zijn omwille van de beperkte informatiewaarde van de verplichte financiële informatie die ondernemingen verschaffen. Investeerders beroepen zich daardoor meer op de analyses en de inzichten van financiële analisten vooraleer zij een investeringsbeslissing nemen. Covrig en Low (2005) stellen dienaangaande reeds vast dat de financiële analisten van Japanse ondernemingen (een 'code law' land) een grotere invloed hebben op de investeerders dan de financiële analisten die Amerikaanse ondernemingen analyseren (een 'common law' land). Deze resultaten wijzen erop dat de vaardigheden van een financiële analist ook waardevol zijn in minder sterk ontwikkelde kapitaalmarkten. Hierdoor kan verwacht worden dat ook de analisten van Belgische ondernemingen een sterke invloed uitoefenen op de investeerders van deze ondernemingen. Hierbij kan al aangehaald worden dat de onderzoeken van Sercu en Sips (1993) en Engelen (1999) aangeven dat investeerders abnormale rendementen kunnen halen bij het opvolgen van de beleggingsadviezen van Belgische financiële analisten, maar dat deze rendementen onvoldoende zijn voor het dekken van de transactiekosten.

Zoals gesteld zal een efficiënte werking van een kapitaalmarkt afhangen van de efficiënte uitwisseling van informatie op de informatiemarkt. Hierbij is het belangrijk om een onderscheid te maken tussen de informatie die publiek beschikbaar is en de informatie die privaat beschikbaar is (Barron et al., 1998). De publiek beschikbare informatie is de informatie die ondernemingen vrijwillig en verplicht rapporteren aan alle belanghebbenden en de informatie die financiële analisten over een onderneming ter beschikking stellen aan de beleggers en investeerders op de informatiemarkt (Zhang, 2001; Barron et al., 1998; Holland, 1998). Privaat beschikbare informatie is informatie die enkel in het bezit is van een financiële analist of een investeerder. De privaat beschikbare informatie is een begrip dat ruimer is dan de informatie die een onderneming aan één bepaalde financiële analist toevertrouwt. Het bevat ook informatie over de wijze waarop een financiële analist bepaalde informatie opneemt in zijn waarderingsmodel.

De privaat beschikbare informatie kan zowel een positieve als een negatieve invloed hebben op de informatieasymmetrie. Indien financiële analisten en investeerders deze informatie enkel voor zichzelf gebruiken om de eigen verhandelingsopbrengsten te vergroten, vergroot de kloof tussen de geïnformeerden en de niet-geïnformeerden (Zhang, 2001). Indien financiële analisten de privaat beschikbare informatie publiek kenbaar maken via hun analistenrapporten, verkleint de informatiekloof.

Bushee en Leuz (2005) en Bushman et al. (2004) stellen vast dat de private informatiestroom groter is bij de grotere ondernemingen. Deze ondernemingen worden gevolgd door een groter aantal financiële analisten die met elkaar in concurrentie treden voor het aantrekken van investeerders. Hierdoor dient een financiële analist zich te onderscheiden van de andere financiële analisten door meer private informatie te verzamelen.

De literatuur is niet éénduidig of de publiek en de privaat beschikbare informatie complementen of substituten zijn van elkaar. Indien een toename in de publiek beschikbare informatie resulteert in een toename van het aantal analisten dat een onderneming volgt, stijgt eveneens de privaat beschikbare informatie. Hierdoor zijn de privaat en de publiek beschikbare informatie complementair. Indien de financiële analisten de publiek beschikbare informatie beschouwen als een concurrent voor hun eigen informatie die zij verstrekken via de analistenrapporten, is er sprake van een substitutie-effect (Lang en Lundholm, 1996).

1.2 De rol van ondernemingen op de informatie- en kapitaalmarkt

Beursgenoteerde ondernemingen verstrekken informatie via diverse kanalen zoals jaarverslagen, websites of analistenpresentaties. Deze informatierapportering gebeurt hetzij op verplichte basis, hetzij op vrijwillige basis. De verplicht te rapporteren informatie bevat alle informatie die door beursgenoteerde ondernemingen verstrekt wordt ter vervulling van de vereisten opgenomen in wetteksten en reglementen. Alle bijkomende informatie die naast

de verplichte informatie wordt verstrekt, wordt vrijwillig gerapporteerd (Gray et al., 1995). Diverse studies benadrukken het belang van de vrijwillige informatieverstrekking omdat de verplichte informatierapportering ontoereikend is voor investeerders, analisten en andere belanghebbenden om een gedegen oordeel te vellen over de prestaties, de financiële positie en de waarde van een beursgenoteerde onderneming (Bozzolan et al., 2003, Lev en Zarowin, 1999; Miller en Bahnson, 1999). De verplichte informatie is meestal historisch van aard en weinig gedetailleerd (FASB, 2001; AICPA, 1994). De belanghebbenden van een onderneming zijn daarom vragende partij dat ondernemingen additionele informatie verschaffen teneinde weldoordachte beslissingen te nemen (Meek et al., 1995).

De ondernemingen hebben verschillende motieven om vrijwillige informatie te rapporteren. Deze motieven worden toegelicht in het eerste onderdeel. De tweede sectie bespreekt de baten en de kosten die ondernemingen realiseren bij het vrijgeven van vrijwillige informatie.

1.2.1 De motieven voor de vrijwillige informatierapportering

In dit onderdeel bespreken we vier theorieën die een verklaring bieden voor de vrijwillige informatieverstrekking door ondernemingen. Deze theorieën zijn de signaleringstheorie, de principaal-agent theorie (agencytheorie), de politieke kostentheorie en de legitimeringstheorie.

A. Signaleringstheorie

De signaleringstheorie stelt dat ondernemingen informatie rapporteren voor het verkleinen van de informatiekloof (of de informatieasymmetrie) tussen het management van ondernemingen enerzijds en de belanghebbenden, zoals financiële analisten en investeerders, anderzijds (Lennox en Park, 2006; Guo et al., 2004). Twee vormen van informatieasymmetrie kunnen onderscheiden worden, met name averechtse selectie *(adverse selection)* en moreel risico

(moral hazard) (Walker, 2006; Mishra et al., 1998; Akerlof, 1970). Averechtse selectie verwijst naar de ex ante informatiekloof tussen managers en belanghebbenden. Daar het management meer informatie bezit dan de belanghebbenden van de beursgenoteerde onderneming, is het management in staat een correcter oordeel te vormen over de waarde, de financiële positie en de financiële prestaties van een onderneming (Marshall en Weetman, 2002). Moreel risico heeft betrekking op het gedrag van managers nadat een belegger aandelen aangeschaft heeft van een onderneming. Een manager kan misbruik maken van de insider informatie door initiatieven of acties te ondernemen die de aandeelhouderswaarde niet maximaliseren (Walker, 2006).

De beleggers of investeerders dienen zich bewust te zijn van de risico's wanneer zij een beslissing nemen op basis van te weinig of onbetrouwbare informatie. De informatiekloof tussen managers en investeerders wordt versterkt naarmate de beschikbare informatie anders geïnterpreteerd wordt (Healy en Palepu, 2001; Levin, 2001), of naarmate bepaalde belanghebbenden meer informatie ontvangen dan andere belanghebbenden (Venkatesh en Chiang, 1986).

Een stijging van de informatieasymmetrie resulteert in een toename van de transactiekosten voor investeerders (Verrecchia, 2001), waardoor een hogere risicopremie gevraagd wordt (Brown et al., 2004). Investeerders wensen immers zichzelf te beschermen tegen potentiële verliezen wanneer zij aandelen aankopen van beter geïnformeerde partijen. Hierdoor stijgt de spreiding tussen de biedkoers en de laatkoers (Healy et al., 1999; Welker, 1995). De biedkoers is de prijs die een investeerder wenst te betalen voor een effect, terwijl de laatkoers de prijs is waartegen een aandeelhouder zijn effect wenst te verkopen. De aandelen worden minder aantrekkelijk om te verhandelen, waardoor de liquiditeit van een aandeel vermindert (Leuz en Verrecchia, 2000; Venkatesh en Chiang, 1986). Bovendien stijgt de volatiliteit in de beurskoersen omdat het voor investeerders moeilijker is om de toekomstige prestaties van een onderneming te voorspellen. Hierdoor zal de kapitaalmarkt minder efficiënt functioneren (Healy en Palepu, 2001; Lev, 1988) en de kapitaalkost van de onderneming vermeerderen (Leuz en Verrecchia, 2001; Baiman en Verrecchia, 1996; Diamond en Verrecchia, 1991; Bhattacharya en Spiegel, 1991).

De beurskoers zal bij een hogere mate van informatieasymmetrie tevens over- of ondergewaardeerd zijn. Bij een overwaardering van de aandelenprijzen lijden de nieuwe investeerders verliezen, terwijl de onderneming bij een onderwaardering van de beurskoersen meer moeilijkheden ondervindt om nieuw kapitaal te verwerven. De uitgifte van nieuw kapitaal doet de beurskoersen dalen als gevolg van de winstverwatering. Bovendien stijgt bij een onderwaardering de kans op een vijandige overname.

Een ander gevolg van een grotere informatiekloof is dat financiële analisten meer moeite hebben in het voorspellen van de toekomstige bedrijfsresultaten. Brown en Han (1992) argumenteren dan ook dat de variantie tussen de analistenvoorspellingen groter is naarmate de informatieasymmetrie groter is.

De ondernemingen kunnen de informatieasymmetrie verkleinen door publiek meer informatie te verstrekken (Diamond, 1985; Verrecchia, 2001). Hierdoor daalt de risicopremie die investeerders vragen (Krishnamurti et al., 2005; Barry en Brown, 1985). Daarnaast stijgt de marktwaarde van de onderneming omdat de investeerders meer kennis opdoen over de onderneming (Merton, 1987).

Leuz (2003a) merkt op dat de reductie van de informatieasymmetrie en de toename in de liquiditeit van de aandelen één van de belangrijkste bezorgdheden zijn voor beursautoriteiten en beleidsinstanties die boekhoudstandaarden ontwikkelen. Wetgevende instanties trachten de informatiekloof tussen ondernemingen en belanghebbenden te verkleinen door ondernemingen de verplichting op te leggen om op regelmatige basis bedrijfsinformatie te rapporteren (Beaver, 1989; Lev, 1988; Leftwich, 1983).

B. Agencytheorie

De principaal-agenttheorie (vanaf hier agencytheorie genoemd) benadrukt het belangenverschil dat bestaat tussen de manager enerzijds en de aandeelhouder of investeerder anderzijds (Jensen en Meckling, 1976). Omwille van de scheiding tussen eigendom en leiding wordt een zekere mate van beslissingsbevoegdheid

gedelegeerd van de aandeelhouders of investeerders naar het management (Watson et al., 2002). Het belangenconflict is het risico dat managers beslissingen nemen die hun eigen nutsfunctie maximaliseren, maar die niet de waarde voor de aandeelhouders maximaliseren. De ondernemingsleiding is bijvoorbeeld niet gemotiveerd om projecten aan te gaan die een relatief hoog risico met zich meebrengen, hoewel deze projecten de waarde voor de aandeelhouders maximaliseren. Indien investeerders over dezelfde informatie zouden kunnen beschikken als het management, zouden zij het management kunnen terechtwijzen. Het probleem dat zich stelt is dat aandeelhouders deze informatie dikwijls niet bezitten. Bovendien tracht het management de informatievoorsprong te benutten door zo veel mogelijk gunstige informatie en zo weinig mogelijk ongunstige informatie te verschaffen (Healy en Palepu, 2001; Moerland, 1996; Woodward et al., 1996).

De agencytheorie bestudeert dan ook de relatie tussen de partijen in een situatie van onvolkomen informatie (Healy en Palepu, 2001; Moerland, 1996; Woodward et al., 1996; Jensen en Meckling, 1976). De kosten verbonden aan dit belangenconflict zijn de agencykosten. Diverse mechanismen worden voorgesteld om de agencykosten te beperken. Investeerders kunnen contracten afsluiten met het management waarbij zij managers de verplichting opleggen relevante informatie te verspreiden. Hierdoor kunnen investeerders controleren of het management al dan niet de juiste beslissingen genomen heeft. Een tweede mechanisme om het agencyprobleem te verminderen, is een goed werkende raad van bestuur. De taken van een raad van bestuur situeren zich op het controleren en het sturen van het management van een onderneming. De raad van bestuur moet ervoor zorgen dat het management beslissingen neemt die de aandeelhouderswaarde maximaliseren. Tenslotte vermindert het agencyprobleem wanneer de kans op een vijandige overname groter is. Bij een overname bestaat immers de kans dat het huidige management vervangen wordt. Managers wensen deze situatie te vermijden door beslissingen te nemen die de aandeelhouderswaarde maximaliseren (Healy en Palepu, 2001).

C. Politieke kosten theorie

De mate waarin een onderneming vrijwillig sociale of maatschappelijke informatie verstrekt, wordt in de literatuur dikwijls verantwoord op basis van de politieke kostentheorie van Watts en Zimmerman (1978). Ondernemingen rapporteren vrijwillig meer informatie om de aandacht weg te houden van de hoge winstcijfers of om te vermijden dat bedrijven op termijn verplicht worden tot het vrijgeven van bepaalde informatie (Brammer en Pavelin, 2004; Patten en Trompeter, 2003). Deegan en Rankin (1996) vinden dat ondernemingen vrijwillig informatie verschaffen over de inspanningen die zij leveren ten voordele van het milieu om de werkelijke impact van hun activiteiten op het milieu te verdoezelen.

Milne (2002) vindt het ver gezocht om de politieke kostentheorie van Watts en Zimmerman (1978) als verantwoording te gebruiken voor de maatschappelijke informatieverstrekking. Watts en Zimmerman (1978) stellen enkel vast dat de managers van ondernemingen met hoge winsten kiezen voor boekhoudmethoden die de bedrijfsresultaten doen verminderen. Deze ondernemingen vrezen politieke kosten op te lopen als gevolg van hogere winstbelastingen, de mogelijkheid dat ze beschouwd worden als een monopolist of de druk vanwege vakbonden om betere arbeidsvoorwaarden te bekomen. Het zijn dan ook vooral de grotere ondernemingen die geconfronteerd worden met hogere politieke kosten.

D. Legitimeringstheorie

Een theorie die beter aansluit bij de rapportering van sociale of maatschappelijke informatie is de legitimeringstheorie. Deze theorie stelt dat een onderneming verantwoording aan de maatschappij dient af te leggen voor de activiteiten die zij uitvoeren (Cormier et al., 2005; Brown en Deegan, 1998; Guthrie en Parker, 1989). Een onderneming dient met andere woorden niet enkel aandeelhouderswaarde te creëren, maar zij moet eveneens rekening moet houden met de waarden en de normen van de maatschappij waarin zij actief is

(de Villiers en van Staden, 2006). De legitimeringstheorie stelt dat een onderneming zal overleven indien zij zich houdt aan het sociaal contract dat met de samenleving is afgesloten. Zo wordt er van ondernemingen verwacht dat zij onder meer opleidingsmogelijkheden aanbieden, investeren in milieuvriendelijke maatregelen en maatregelen nemen betreffende de veiligheid van het personeel. Door het rapporteren van de sociale maatregelen die een onderneming uitvoert, tracht zij de maatschappij ervan te overtuigen dat zij haar maatschappelijke plichten vervult (Neu et al., 1998; Guthrie en Parker, 1989).

1.2.2 Baten en kosten van de vrijwillige informatieverstrekking

De kwantiteit en kwaliteit van de vrijwillige informatieverstrekking is afhankelijk van de afweging die de onderneming maakt tussen de baten en de kosten die het rapporteren van informatie met zich meebrengt (Craswell en Taylor, 1992; Foster, 1986). Indien de baten van de informatieverstrekking groter zijn dan de kosten, zullen ondernemingen eerder geneigd zijn om informatie vrijwillig te rapporteren (Mc Kinnon en Dalimunthe, 1993). De baten voor een onderneming zijn vooral het gevolg van de signaleringstheorie en de agencytheorie.

A. Baten van de vrijwillige informatieverstrekking

De academische literatuur beschouwt de vermindering van de kapitaalkost als één van de belangrijkste voordelen die ondernemingen kunnen realiseren bij het rapporteren van meer informatie. De theoretische en empirische studies die deze relatie onderzocht hebben, worden besproken in hoofdstuk 2 omdat we in dit hoofdstuk zelf empirisch nagaan of ondernemingen kunnen genieten van een lagere kapitaalkost naarmate zij meer niet-financiële informatie verspreiden.

Andere voordelen die ondernemingen kunnen realiseren bij een toename in de vrijwillige informatieverstrekking zijn een toename in de liquiditeit van een aandeel, een vermindering van de dreiging van een vijandige overname en een stijging van de aandeelhouderswaarde. Deze voordelen zijn evenwel aan elkaar

gerelateerd. Zo zal de vraag naar aandelen stijgen indien een onderneming meer informatie verstrekt, waardoor de liquiditeit of de verhandelbaarheid van het aandeel stijgt en waardoor de waarde van het aandeel vermeerdert. De volgende secties bespreken deze voordelen meer in detail.

1) Een verbeterde liquiditeit van het aandeel

Zoals supra aangehaald resulteert een gebrek aan informatie in een informatieasymmetrie tussen potentiële kopers en verkopers van aandelen of tussen aandeelhouders en managers (Leuz en Verrecchia, 2000). Potentiële investeerders eisen daarom een risicopremie, waardoor de liquiditeit van het aandeel afneemt (Bloomfield en Wilks, 2000; Diamond en Verrecchia, 1991). Het vrijwillig ter beschikking stellen van informatie door ondernemingen wekt bij investeerders het vertrouwen op dat het management geen informatie achterwege houdt (Sengupta, 1998). Hierdoor worden de aandelen van de onderneming meer verhandeld met het gevolg dat de aandelen liquider worden. Een verhoogde liquiditeit van een aandeel impliceert dat de beurskoers tegen een juistere marktprijs wordt gewaardeerd (Bloomfield en Wilks, 2000; Botosan, 1997; Welker, 1995). De empirische ondersteuning wordt onder meer geleverd door Leuz en Verrecchia (2000) en Healy et al. (1999). Roulstone (2003) verklaart bovendien dat de toegenomen liquiditeit eveneens het gevolg is van een stijging van het aantal analisten dat een onderneming volgt wanneer de onderneming meer gegevens verstrekt. Bovendien stijgt het vertrouwen bij de investeerder dat de aandeelkoers een correctere weergave is van de marktwaarde van een onderneming indien ondernemingen vrijwillig meer informatie rapporteren. Hierdoor worden er meer beleggers of investeerders aangetrokken (Healy en Palepu, 2001; Merton, 1987). Een kanttekening wordt gemaakt door Kim en Verrecchia (2001) die aan de hand van een theoretisch model verklaren dat het volume van aandelen dat verhandeld wordt ongewijzigd zal zijn wanneer de informatie niet tijdig verschaft wordt.

2) Het vermijden van een vijandige overname

Managers worden gemotiveerd om meer informatie te rapporteren wanneer de kans op een vijandige overname groter is (Healy en Palepu, 2001). De kans tot een dergelijke overname vergroot bij zwakke beursprestaties waarvoor het management meestal verantwoordelijk wordt gehouden. Dit betekent eveneens dat een vijandige overname meestal gepaard gaat met de installatie van een nieuw management. Indien de dreiging op een vijandige overname groter wordt, worden managers aangemoedigd tot het verschaffen van additionele informatie aan investeerders voor het verklaren van een eventuele zwakke beurskoers of voor het vermijden van een ondergewaardeerde beurskoers (DeAngelo, 1988; Warner et al., 1988).

3) Een stijging van de waarde van ondernemingen

Volgens Eccles en Mavrinac (1995) verhoogt de aandeelhouderswaarde van een onderneming wanneer ze vrijwillig meer gegevens verschaft. De reden hiervoor is dat de vrijwillige informatieverstrekking door ondernemingen resulteert in een toename van de kennis die investeerders en financiële analisten hebben over de onderneming (Chen et al., 2002; Eccles en Mavrinac, 1995). Hierdoor verminderen de transactiekosten voor investeerders omdat er meer vertrouwen is in het management van ondernemingen. Bovendien is de incrementele kost van een analist die een onderneming wil volgen met een hogere informatieverstrekking kleiner, waardoor het aantal financiële analisten dat de onderneming volgt, toeneemt (Healy en Palepu, 2001; Lys en Soo, 1995). Hierdoor worden de ondernemingen beter gecontroleerd en is er meer informatie over de onderneming beschikbaar (Chen et al., 2002). Het gevolg hiervan is een stijging van de marktwaarde van een onderneming omdat de averechtse selectiecomponent van de informatieasymmetrie verkleint.

Een toename in de vrijwillige rapportering van informatie resulteert in een vermindering van de kloof tussen geïnformeerde en niet-geïnformeerde beleggers of investeerders. In het model van Merton (1987) wordt vastgesteld

dat minder geïnformeerde investeerders onvolledige informatie bezitten. Door meer informatie publiek te verstrekken, vergroten ondernemingen het aantal investeerders die interesse betonen in een onderneming, waardoor het risicoprofiel van de onderneming vermindert. Investeerders vragen een lagere risicopremie waardoor ondernemingen een hogere marktwaarde realiseren. Deze redenering is redelijk voor kleinere ondernemingen, maar voor grotere ondernemingen kan deze redenering in vraag gesteld worden. Deze ondernemingen worden gevolgd door een groot aantal financiële analisten, waardoor het vrijgeven van meer informatie een substituut kan zijn voor de informatie die analisten over de ondernemingen verstrekken (Botosan, 1997). Hierdoor is het niet zeker dat de waarde van grotere ondernemingen toeneemt indien zij meer vrijwillige informatie rapporteren.

De theoretische modellen die de link leggen tussen de mate van informatierapportering en de waarde van een onderneming stellen als assumptie dat ondernemingen vrijwillig informatie verstrekken om de aandeelhouderswaarde te verhogen (Levy et al., 2006). Deze modellen houden geen rekening met het vrijgeven van negatieve informatie (bijvoorbeeld tegenvallende bedrijfsresultaten) die een negatieve invloed kan hebben op de waarde van een onderneming. Toch kunnen ondernemingen ervoor zorgen dat de negatieve impact van deze informatie op de beurskoersen afgezwakt wordt door deze negatieve informatie tijdig kenbaar te maken (Suijs, 2001). We kunnen hierbij denken aan winstwaarschuwingen die ondernemingen geven op een vroeger tijdstip dan het tijdstip waarop de informatie verplicht gerapporteerd moet worden (Skinner, 1994). Voorts tonen Darrough en Stoughton (1990) aan dat het vrijwillig rapporteren van negatieve informatie het voordeel kan hebben dat potentiële concurrenten afgeschrikt worden.

B. Kosten van de vrijwillige informatieverstrekking

Beursgenoteerde ondernemingen genieten bij het publiceren van vrijwillige informatie van een aantal voordelen, maar zij zullen ook rekening dienen te houden met een aantal kosten. Vooreerst zijn er een aantal directe kosten zoals

kosten met betrekking tot het verzamelen en verstrekken van informatie, auditkosten of het onderhoud en de beveiliging van de website. Daarnaast zijn er een aantal indirecte kosten, zoals onder meer concurrentiële kosten, kosten verbonden aan de dreiging van rechtszaken en politieke kosten. Volgens onder meer Foster (1986) en Gray et al. (1990) zijn deze indirecte kosten belangrijker dan de directe kosten. De indirecte kosten worden in de volgende onderdelen toegelicht.

1) Concurrentiële kosten (of eigendomskosten)

De mate van informatieverstrekking wordt negatief beïnvloed door de eigendomskosten. Uit onderzoek van Gray et al. (1990) bij managers van Britse en Amerikaanse ondernemingen blijkt dat de eigendomskosten of de concurrentiële kosten de belangrijkste redenen zijn voor het niet vrijgeven van informatie. Concurrentiële kosten ontstaan wanneer informatie verschaft wordt die schade kan toebrengen aan de concurrentiële positie van de onderneming (Healy en Palepu, 2001; Meek et al., 1995; McKinnon en Dalimunthe, 1993). Hierdoor verminderen de inkomende kasstromen voor de onderneming (Hossain et al., 2005). Informatie over de toekomstige bedrijfsresultaten of bedrijfsopbrengsten, over de bedrijfsdoelstellingen of over onderzoek en ontwikkeling zijn voorbeelden van concurrentiegevoelige informatie (Elliot en Jacobson, 1994; Gray et al., 1990; Foster, 1986).

De kapitaalmarkt verwacht echter dat ondernemingen concurrentiegevoelige informatie kenbaar maken wanneer zij vers kapitaal wensen aan te trekken (Foster, 1986). Een oplossing is het verspreiden van deze informatie voor een beperkt aantal belanghebbenden zodat concurrenten er geen voordeel uit kunnen halen, maar hierdoor verhoogt de informatieasymmetrie tussen de geïnformeerde en de niet-geïnformeerde investeerders.

Concurrentiële kosten ontstaan ook als de klanten, de leveranciers of de werknemers hun onderhandelingspositie kunnen verbeteren wanneer zij op de hoogte zijn van bepaalde informatie. Hierdoor wordt eveneens de

concurrentiepositie van de onderneming aangetast (Elliot en Jacobson, 1994; Foster, 1986).

2) Kosten verbonden aan het risico van rechtszaken

Het risico dat een onderneming aangeklaagd wordt in een rechtszaak kan zowel een negatief als een positief effect hebben op de vrijwillige informatieverspreiding. Enerzijds zullen ondernemingen vrijwillig meer informatie verstrekken wanneer zij ervaren dat bepaalde belanghebbenden van oordeel zijn dat de onderneming te weinig informatie verstrekt en een rechtszaak (willen) starten om meer informatie te bekomen. Anderzijds zullen ondernemingen bepaalde informatie niet verschaffen wanneer de kans bestaat dat belanghebbenden achteraf een rechtszaak inspannen indien de gepubliceerde informatie niet correct blijkt te zijn (Ashbaugh et al., 1999; Elliot en Jacobson, 1994; Foster, 1986). De kosten van rechtszaken ('litigation costs') zijn daarom een tweede vorm van indirecte kosten.

De empirische studies tonen wel aan dat deze indirecte kosten vooral een invloed hebben op de vrijwillige informatieverstrekking van Amerikaanse ondernemingen. Deze bevinding wordt ook vastgesteld in tabel 1.1 waarbij de investeerders en aandeelhouders in de Angelsaksische landen beter beschermd worden. In andere landen spelen de kosten van mogelijke rechtszaken een minder grote rol (Baginski et al., 2002; Mak, 1996). Hierdoor zijn de kosten van de vrijwillige informatieverstrekking voor ondernemingen gevestigd in de Verenigde Staten groter in vergelijking met Continentaal Europa (Clarkson en Simunic, 1994).

3) Politieke kosten

De mate van publicatie van vrijwillige bedrijfsinformatie is ook gerelateerd aan politieke kosten. Deze kosten ontstaan wanneer de overheid (of bepaalde belangenorganisaties) op basis van de gerapporteerde informatie maatregelen

neemt die resulteren in bijkomende heffingen of bijkomende kosten. De overheid zou bijvoorbeeld op basis van statistieken die ondernemingen vrijgeven over het aantal arbeidsongevallen kunnen beslissen dat zij meer inspanningen moeten leveren om de veiligheid op de werkvloer te verhogen (Raffournier, 1995; Foster, 1986).

1.3 De rol van de financiële analist op de informatie- en kapitaalmarkt

Diverse studies stellen dat financiële analisten belangrijke spelers zijn op de informatiemarkt en de kapitaalmarkt (Holland en Johanson, 2003; Amir et al., 1999; Törnqvist, 1999; Lang en Lundholm, 1996; Womack, 1996; AICPA, 1994; Vergoossen, 1993; Schipper, 1991). Het gevolg hiervan is dat de activiteiten en de output van analisten onderwerp zijn van een groot aantal studies (Beaver, 2002). Het blijft evenwel interessant om wetenschappelijk onderzoek te voeren naar het gedrag van financiële analisten omwille van de dynamiek van kapitaalmarkten. Studies zoals Brown (1997) en Holland en Johanson (2003) argumenteren immers dat analisten vertekende voorspellingen maken en dat zij bepaalde relevante informatie foutief interpreteren. Desondanks hebben financiële analisten een positieve invloed op de efficiënte werking van de kapitaalmarkten (Barth en Hutton, 2000). Financiële analisten worden, gelet op hun adviserende functie ten aanzien van particuliere en institutionele investeerders, zelf beschouwd als investeerders (Clement en Tse, 2003; Hirst et al., 1995). In feite zijn ze de vertegenwoordigers van investeerders voor wie de rapportering van bedrijfsinformatie initieel bedoeld is (IASB-raamwerk, IASB, 2004; Schipper, 1991).

In de volgende paragrafen wordt de functionering van financiële analisten op de informatie- en de kapitaalmarkt bestudeerd. De geciteerde studies bekijken hoofdzakelijk de werking van financiële analisten op de Angelsaksische informatie- en kapitaalmarkten. Voor het verkrijgen van een eerste inzicht van de wijze waarop financiële analisten functioneren op de Belgische informatie- en

kapitaalmarkt, werd een expertinterview gehouden met een Belgische financiële analist[2].

1.3.1 Taakomschrijving

Financiële analisten vervullen in eerste instantie een communicatiefunctie op de informatiemarkt (Cheng et al., 2006b; Jorge en Rees, 1998; Vergoossen, 1993; Schipper, 1991). Zij verzamelen informatie over de beursgenoteerde onderneming en stellen deze informatie ter beschikking van beleggers en investeerders. Dikwijls wordt hierbij een eigen interpretatie gegeven van de verzamelde informatie in de vorm van een sterkte-zwakte analyse. Financiële analisten maken doorgaans ook voorspellingen van de toekomstige bedrijfsresultaten of de toekomstige kasstromen, op basis waarvan de waarde van de onderneming bepaald wordt. Tot slot formuleren de financiële analisten een beleggingsadvies voor individuele en institutionele investeerders (Leung en Srinidhi, 2006). Dit beleggingsadvies komt tot stand op basis van een vergelijking tussen de voorspelde en de huidige marktwaarde van de onderneming. Indien de analist tot de vaststelling komt dat de onderneming ondergewaardeerd staat, vermeldt hij een koopadvies. In het andere geval formuleert hij een verkoopadvies. Er bestaat eveneens een tussencategorie waarbij een analist noch een koop-, noch een verkoopadvies geeft naarmate de voorspelde en de werkelijke marktwaarde in overeenstemming zijn met elkaar (Bradshaw, 2004). In de literatuur wordt wel vastgesteld dat analisten veel meer koopadviezen formuleren dan verkoopadviezen (Chen en Matsumoto, 2006; Ryan en Taffler, 2006; Breton en Taffler, 2001). De voorspellingen van financiële analisten zijn immers positief vertekend om de goede contacten met het management te behouden. Zo hopen financiële analisten dat het management van ondernemingen hen private informatie verstrekt (Ke en Yu, 2006).

[2] De geïnterviewde financiële analist heeft reeds geruime tijd ervaring en is het afdelingshoofd van een team van financiële analisten die actief zijn bij een Belgische grootbank.

Het belang van de communicatiefunctie van financiële analisten kan moeilijk onderschat worden. Beleggers en investeerders zijn, gezien de toegenomen complexiteit van de te analyseren ondernemingen, niet altijd in de mogelijkheid een oordeel te vellen over de winstgevendheid en de financiële positie van ondernemingen op basis van de informatie die deze ondernemingen verstrekken. Als gevolg hiervan nemen beleggers en investeerders beslissingen op basis van de informatie, analyses en aanbevelingen die door financiële analisten verstrekt worden (Eccles et al., 2001). Middels de invloed die analisten hierbij uitoefenen op beleggers en investeerders, hebben analisten eveneens een impact op de kapitaalmarkt.

Een tweede functie voor financiële analisten is volgens Chen et al. (2002) de controlefunctie. Beleggers en investeerders leggen de controle van een onderneming in handen van de financiële analisten. Zij worden geacht om minder goed presterende managementteams te detecteren. Hierdoor verminderen de agencykosten, waardoor de marktwaarde van ondernemingen toeneemt.

Op basis van het expertinterview met een Belgische financiële analist kunnen we stellen dat de taakomschrijving van een Belgische financiële analist in grote lijnen overeenkomt met de bevindingen uit de literatuur. Een financiële analist analyseert de informatie die door de beursgenoteerde onderneming kenbaar gemaakt wordt, maar hij houdt eveneens rekening met andere signalen die mogelijks een invloed hebben op de waarde van de geëvalueerde onderneming.

1.3.2 Types van financiële analisten

Zowel in de praktijk, als in de literatuur zijn er twee soorten van financiële analisten: sell-side en buy-side analisten. Sell-side financiële analisten zijn werkzaam bij beursvennootschappen of bij vennootschappen voor vermogensbeheer. Zij 'verkopen' in feite financieel advies aan particuliere en institutionele investeerders (of fondsenbeheerders), hoewel er geen rechtstreekse vergoeding voor het advies betaald wordt. Sell-side analisten

voeren hoofdzakelijk fundamentele onderzoeken uit, waarbij de waarde van de beursgenoteerde onderneming geschat wordt op basis van een analyse van de beschikbare informatie (Jorge en Rees, 1998). Deze analyse van de onderneming wordt samen met een advies neergeschreven in een analistenrapport. Beursvennootschappen worden in de regel niet vergoed voor het fundamentele onderzoek, maar via de commissies die bekomen worden op de verhandeling van aandelen (Hook, 1998; Lys en Soo, 1995). Verder benadrukken Fogarty en Rogers (2005) dat sell-side financiële analisten gekenmerkt worden door hun gedetailleerde sectoriële kennis.

Buy-side financiële analisten zijn actief bij institutionele investeerders zoals beleggingsfondsen, banken, pensioenfondsen of verzekeringsmaatschappijen. Deze beursgenoteerde ondernemingen beleggen een bepaald percentage van hun kasstromen in aandelen of afgeleide producten. De belangrijkste taak van buy-side financiële analisten bestaat erin de marktwaarde van de beursgenoteerde onderneming te bepalen op basis waarvan koop- of verkoop aanbevelingen worden gegeven. De adviezen van buy-side analisten worden hoofdzakelijk intern gebruikt en worden - in tegenstelling tot de rapporten van sell-side analisten - niet publiek gemaakt (Fogarty en Rogers, 2005; Jorge en Rees, 1998; Williams et al., 1996). Diverse buy-side analisten maken zelf geen grondige analyse van een onderneming, maar maken gebruik van de studies die door sell-side financiële analisten gemaakt worden (Cheng et al., 2006b; Schipper, 1991).

Het is duidelijk uit bovenstaande analyse dat een aantal taken dezelfde zijn voor buy-side en sell-side financiële analisten. De twee groepen van analisten verschillen van elkaar met betrekking tot de doelstellingen van de uitgevoerde taken (Schipper, 1991). Een ander belangrijk verschilpunt tussen buy-side en sell-side analisten betreft het informatiegebruik. Zo vinden Williams et al. (1996), zich baserend op een survey bij buy-side en sell-side analisten, dat deze laatste groep meer informatie gebruikt die verstrekt wordt door de ondernemingen. Buy-side analisten daarentegen hechten meer belang aan de informatie opgenomen in analistenvoorspellingen, aan boekhoudkundige informatie en aan wijzigingen in de beurskoers.

Het theoretische onderscheid dat gemaakt wordt tussen sell-side en buy-side analisten bestaat volgens de bevraagde Belgische financiële analist ook in Belgische context. Hij haalt hierbij aan dat een sell-side financiële analist een beperkter aantal ondernemingen analyseert dan een buy-side financiële analist. Meer specifiek volgt een sell-side financiële analist gemiddeld zeven tot tien ondernemingen die meestal tot een zelfde of een gelijkaardige sector behoren.

1.3.3 Analysemethoden van financiële analisten

Financiële analisten analyseren de beursgenoteerde ondernemingen op basis van een aantal rationele analysemethoden, waarvan de fundamentele analyse, de technische analyse en de ratioanalyse de drie meest gebruikte methoden zijn. Deze drie methoden worden alle beschouwd als rationele waarderingsmethoden.

De fundamentele analyse is een techniek waarbij alle relevante informatie bestudeerd wordt om op basis hiervan de intrinsieke of de onderliggende waarde van een beursgenoteerde onderneming in te schatten (door bijvoorbeeld gebruik te maken van een DCF-waarderingsmodel). De intrinsieke waarde wordt vervolgens vergeleken met de huidige beurswaarde op basis waarvan een analistenadvies wordt geformuleerd (Williams et al., 1996). De fundamentele analyse resulteert in een gedetailleerd rapport dat tot doel heeft vertrouwen te creëren in de aanbeveling van de analist. Bij toepassing van deze methode kan de financiële analist aan derde partijen aantonen dat hij/zij een behoorlijke hoeveelheid informatie over de onderneming verzameld en geanalyseerd heeft.

De technische analyse is een korte termijn analysemethode die op basis van historische koersschommelingen aan- en verkoopsignalen detecteert. Ratioanalyse is een derde methode die analisten kunnen gebruiken voor het evalueren van ondernemingen. Hierbij worden diverse maatstaven (bv. liquiditeit, solvabiliteit, rendabiliteit, enz.) berekend en vergeleken met de geldende standaarden.

Empirische studies naar het gebruik van de verschillende analysemethoden door zowel buy-side als sell-side financiële analisten komen tot de bevinding dat meer dan 90% van de ondervraagde analisten de fundamentele analyse toepast (Blij, 2001; Vergoossen, 1993; Arnold en Moizer, 1984). De andere analysetechnieken worden minder frequent toegepast. Vergoossen (1993) vindt dat 42% van de financiële analisten de ratioanalyse hanteert. Technische analyse wordt door slechts 15% van de analisten uitgevoerd. Vergelijkbare resultaten worden gevonden door Blij (2001), Arnold en Moizer (1984) en Arnold et al. (1984).

Technische analyse wordt minder toegepast gezien deze methode enkel van nut is ter bepaling van het tijdstip van de aankoop of de verkoop van een aandeel. Het feit dat technische analyse weinig gebruikt wordt, kan ook verklaard worden doordat deze methode irrationeel is wanneer de kapitaalmarkten in de zwakke vorm efficiënt werken. In deze situatie kunnen geen uitzonderlijke rendementen gehaald worden, gezien de informatie volledig opgenomen is in de beurskoersen (Arnold en Moizer, 1984).

Op basis van het expertinterview met een Belgische financiële analist blijkt dat de Belgische sell-side analisten – in analogie met de literatuurbevindingen - voornamelijk de fundamentele analyse toepassen voor het evalueren van een beursgenoteerde onderneming. Technische analyse wordt in beperkte mate toegepast en wordt enkel gebruikt voor het maken van een korte termijn evaluatie van een onderneming.

De kapitaalmarkt vertoont evenwel een aantal anomalieën die niet verklaard kunnen worden door het rationeel gedrag van financiële analisten en investeerders. Volgens Taffler (2002), Brabazon (2000) en Frankfurter en Mc Goun (2000) laten financiële analisten en investeerders zich leiden door psychologische en sociologische aspecten waardoor de rationaliteithypothese niet meer van kracht is. De strekking waarbij de waarde van een beursgenoteerde onderneming wordt ingeschat op basis van subjectiviteit eerder dan op basis van een objectieve analyse van de onderneming, wordt de 'behavioural finance' genoemd (Tourani-Rad en Kirkby, 2005; Taffler, 2002).

De aanhangers van de 'behavioural finance' maken de onderstelling dat financiële analisten zich bij het formuleren van beleggingsadviezen laten beïnvloeden door denkpatronen die hen in het verleden succes opgebracht hebben, met als gevolg dat zij onvoldoende rekening houden met nieuwe informatie. Bovendien kunnen financiële analisten beïnvloed worden door de aandacht die er in de pers en de media besteed wordt aan bepaalde nieuwsfeiten, waardoor een analist te optimistisch of te pessimistisch is. Tenslotte is er het aspect van het kuddegedrag (*herding*). Financiële analisten nemen dezelfde investeringsbeslissingen of voorspellen hetzelfde bedrijfsresultaat als de meerderheid van de financiële analisten, waardoor ze zich minder schuldig voelen in het geval deze beslissingen onterecht zouden zijn (Beckers et al., 2004; Taffler, 2002).

Volgens de aanhangers van de traditionele theorie worden de acties van irrationele partijen tenietgedaan zodat het rationaliteitsbeginsel gerespecteerd blijft (Fama, 1998). Enerzijds heffen fouten van irrationele financiële analisten elkaar vaak op. Anderzijds ontdekken rationele partijen opportuniteiten wanneer door het gedrag van irrationele financiële analisten beurskoersen afwijken van de fundamentele waarde van een aandeel. Rationele financiële analisten nemen daarom investeringsbeslissingen die de beurskoers terug in de juiste richting duwen. Deze twee redenen voor het afwijzen van irrationele gedragingen, verklaren echter niet dat de financiële markten gedurende sommige perioden of voor sommige sectoren over- of onderreageren. Dit betekent dat de prijsvorming op de financiële markt beïnvloed wordt door zowel rationele als irrationele factoren.

1.3.4 De invloed van financiële analisten op de kapitaalmarkt

De communicatiefunctie van financiële analisten op de kapitaalmarkt vereist dat financiële analisten de investeerders informeren over zowel de huidige als de toekomstige prestaties van de onderneming. De vraag die zich stelt is of investeerders zich daadwerkelijk laten leiden door de output van een financiële analist. Volgens De Bondt en Thaler (1990) hebben investeerders noch de tijd,

noch de vaardigheden om zelfstandig voorspellingen te maken waardoor zij beroep doen op analistenvoorspellingen. Womack (1996), Ackert et al. (1996) en Hirst et al. (1995) stellen in hun empirische studies dan ook vast dat investeerders zich in hun investeringsbeslissingen laten beïnvloeden door de analyses, voorspellingen en adviezen van financiële analisten. Investeerders doen beroep op financiële analisten omdat zij meer informatie bezitten en meer ervaring hebben in het analyseren van de winstgevendheid van de beursgenoteerde onderneming (Covrig en Low, 2005). Amir et al. (1999) beklemtonen dat de voorspellingen gemaakt door analisten een directe bijdrage leveren aan de beslissingen van investeerders. Deze bijdrage is vooral substantieel voor ondernemingen waarvan de informatiewaarde van de financiële staten lager is.

Engelen (1999) beweert dat het rendement op beleggingen voor de investeerder groter is wanneer zij de adviezen van analisten opvolgen dan wanneer zij ad random investeringsbeslissingen zouden nemen. Analisten zijn immers eerder op de hoogte van bepaalde informatie, waardoor zij deze informatie sneller kunnen verwerken in hun voorspellingen. Deze bewering wordt empirisch ondersteund door Firth en Gift (1999) en Sercu en Sips (1993).

De aanwezigheid van analisten op de kapitaalmarkt heeft eveneens gevolgen voor de marktwaarde van beursgenoteerde ondernemingen. Chen et al. (2002) concluderen dat de marktwaarde van een beursgenoteerde onderneming toeneemt naarmate meer analisten de beursgenoteerde onderneming volgen. De marktwaarde van een beursgenoteerde onderneming is, anders gezegd, positief gerelateerd aan de mate waarin investeerders kennis hebben over beursgenoteerde ondernemingen. Indien meer analisten informatie verzamelen, interpreteren en verspreiden van en over beursgenoteerde ondernemingen, zullen investeerders meer kennis verwerven over deze beursgenoteerde ondernemingen, waardoor de onzekerheid en het risico vermindert. Hierdoor stijgt ook de marktwaarde van de beursgenoteerde onderneming (Barth en Hutton, 2000; Merton, 1987). Deze redenering geldt in de assumptie dat managers vrijwillige informatie kenbaar maken met het oog op het verhogen van de aandeelhouderswaarde.

Barker (1998) nuanceert het belang van de financiële analist op de kapitaalmarkt. Hij vindt in zijn onderzoek dat institutionele investeerders van financiële analisten verwachten dat zij in de eerste plaats een gedetailleerde analyse maken van zowel de onderneming als van de sector waarin de onderneming opereert. Anders gezegd, investeerders vereisen dat analisten een evaluatie maken van de financiële toestand en de prestaties van een onderneming waarbij zij rekening houden met allerlei financiële en niet-financiële informatie zoals de strategie van de onderneming of de sectoriële kenmerken. Het maken van winstgevende aanbevelingen en nauwkeurige voorspellingen is volgens Barker (1998) niet de hoofdbekommernis.

De impact van een analistenvoorspelling op de kapitaalmarkt is echter ook afhankelijk van het tijdstip waarop een analist een voorspelling kenbaar maakt. Cooper et al. (2001) vinden namelijk dat analisten die als eersten hun voorspellingen publiek maken, de grootste impact op de kapitaalmarkt hebben. Ho en Harris (2000) stellen dan weer vast dat de invloed op investeerders kleiner is wanneer wijzigingen in de door de analist voorspelde data het gevolg zijn van koersschommelingen. Indien analisten hun voorspellingen herzien als gevolg van nieuwe fundamentele bedrijfsinformatie, reageren investeerders sterker. Abarbanell et al. (1995) concluderen op basis van een theoretisch model dat de reactie van investeerders sterker is naarmate de nauwkeurigheid van de voorspelde resultaten door analisten groter is. Deze theorie wordt empirisch ondersteund door de vaststellingen van Gleason en Lee (2003), Park en Stice (2000) en Stickel (1992). Toch besluiten Clement en Tse (2003) dat investeerders niet enkel rekening houden met de verwachte nauwkeurigheid van een analist, maar dat ze ook analistgerelateerde eigenschappen betrekken in hun investeringsbeslissing. Concreet reageren investeerders sterker op de voorspellingen die aan het begin van het jaar gemaakt worden en op de voorspellingen die door analisten werkzaam bij grotere beursvennootschappen worden uitgevaardigd.

De reactie van investeerders is bovendien groter bij neerwaartse herzieningen dan bij opwaartse herzieningen van analistenvoorspellingen (Ho en Harris, 2000). Analisten zijn eerder voorzichtig in het doorvoeren van een neerwaartse

herziening omwille van de negatieve reactie vanwege de beursgenoteerde onderneming. Deze onderneming zou mogelijks minder informatie verschaffen aan de betreffende analist of zou haar financieringsactiviteiten met de instelling waartoe de analist verbonden is, kunnen terugschroeven. Indien een analist dan toch de stap zet tot het neerwaarts herzien van de voorspellingen levert dit een sterker signaal op dan bij een opwaartse herziening.

1.4 Conclusie

In dit hoofdstuk worden een aantal theoretische begrippen met betrekking tot de werking van de informatiemarkt en de kapitaalmarkt toegelicht. We stellen hierbij vast dat een efficiënt werkende informatiemarkt een voorwaarde is vooraleer er sprake kan zijn van een efficiënt werkende kapitaalmarkt (Barker, 1998). In de academische literatuur wordt evenwel geen efficiënt werkende informatiemarkt vastgesteld. Diverse studies besluiten dat er een informatiekloof bestaat tussen de ondernemingen enerzijds en de beleggers en investeerders anderzijds. De literatuur doet wel vermoeden dat financiële analisten omwille van hun intermediatie- en controlefunctie een belangrijke rol vervullen in het efficiënter maken van de informatiemarkt.

Hoofdstuk 2: De rapportering van niet-financiële informatie en de kapitaalkost van ondernemingen: een internationale analyse

De vraag of ondernemingen kunnen genieten van een lagere kapitaalkost wanneer zij meer informatie rapporteren is een controversieel onderzoeksonderwerp in de academische literatuur (Botosan, 2006). Hoewel de theoretische modellen een negatief verband tussen beide kenmerken vaststellen, wordt deze assumptie niet altijd ondersteund in de empirische studies. Onze studie tracht een bijdrage te leveren in deze problematiek door de kwaliteit van de niet-financiële informatierapportering op de websites van ondernemingen te relateren aan de kapitaalkost van ondernemingen. De onderzoeksvraag van dit hoofdstuk is dan ook:

> *Heeft de kwaliteit van de gerapporteerde niet-financiële informatie op websites een invloed op de kapitaalkost van een onderneming?*

De meeste empirische studies bieden een bevestiging voor de theoretisch negatieve relatie tussen de hoeveelheid en de kwaliteit van de verschafte informatie en de kost van het eigen vermogen. Een aantal studies vinden evenwel geen significante relatie (o.m. Botosan, 1997), terwijl andere studies een positieve relatie vaststellen (o.m. Richardson en Welker, 2001). Onze studie bouwt verder op de empirische en theoretische bevindingen uit de literatuur, maar onderscheidt zich op verscheidene vlakken. Zo bekijken we voor dezelfde steekproef van ondernemingen de impact van de informatieverstrekking op zowel de kost van het eigen vermogen als de kost van het vreemd vermogen. Een dergelijke analyse werd enkel door Francis et al. (2005) uitgevoerd.

Ten tweede onderzoeken we of ondernemingen een lagere kost van het eigen/vreemd vermogen verkrijgen naarmate zij meer vrijwillige informatie verstrekken op hun websites. De meeste empirische studies relateren de kapitaalkost van een onderneming aan de kwaliteit of de kwantiteit van de informatie die ondernemingen vermelden in jaarverslagen (o.m. Richardson en

Welker, 2001; Botosan, 1997) of aan de mate waarin financiële analisten de kwaliteit van de gerapporteerde informatie beoordelen (o.m. Botosan en Plumlee, 2002; Sengupta, 1998). Nochtans is de website van de onderneming een belangrijk communicatiemiddel omdat er een grote hoeveelheid aan bedrijfsinformatie kan verschaft worden tegen een relatief lage kostprijs (Bushee et al., 2003; Hurtt et al., 2001). Het internet biedt ondernemingen de mogelijkheid om de traditionele vormen van rapportering (zoals het jaarverslag) aan te vullen en te verbeteren (Marston en Polei, 2004). Bovendien zijn ondernemingen in de mogelijkheid om tijdige informatie ter beschikking te stellen aan hun investeerders en aandeelhouders (Levine en Smith, 2003; Ashbaugh et al., 1999). Het is daarom ook interessant om te onderzoeken of de inspanningen die ondernemingen zich getroosten om informatie op hun website te plaatsen gerelateerd is aan de kost van het eigen/vreemd vermogen.

Ten derde concentreert onze studie zich op de relatie tussen de kost van het eigen/vreemd vermogen en de kwaliteit van de gerapporteerde niet-financiële informatie. De meeste empirische studies bestuderen de impact van de gerapporteerde financiële informatie of een mix van financiële en niet-financiële informatie op de kapitaalkost van een onderneming. Ondanks de stijgende relevantie van niet-financiële informatie in de waardering van ondernemingen, is het afzonderlijke verband van dit type van informatie met de kapitaalkost van een onderneming enkel onderzocht in de studie van Richardson en Welker (2001). Volgens Richardson et al. (1999) is het nochtans duidelijk dat ook niet-financiële informatie een negatieve impact heeft op de kapitaalkost van de onderneming. Net zoals bij financiële informatie verkleinen de transactiekosten en de schattingsfouten naarmate er meer niet-financiële informatie verschaft wordt. Bovendien kunnen investeerders een lager rendement op hun investeringen vereisen naarmate zij op basis van de verstrekte niet-financiële informatie een beter beeld verkrijgen van de onderneming.

Onze studie is dan ook een vervolg van het onderzoek van Richardson en Welker (2001) die de relatie tussen de mate van maatschappelijke verslaggeving en de kapitaalkost bij Canadese ondernemingen bestudeert. In onze studie onderzoeken we naast de maatschappelijke verslaggeving ook de impact van

informatie over het intellectueel kapitaal, klanteninformatie en corporate governance informatie op de kapitaalkost van ondernemingen. Bovendien onderzoeken we de kwaliteit van de gerapporteerde niet-financiële informatie aan het begin van deze eeuw, terwijl Richardson en Welker (2001) de kwaliteit van de maatschappelijke verslaggeving bestudeerden aan het begin van de jaren '90. Dit tijdsverschil is belangrijk omdat het belang van de niet-financiële informatie in de waardebepaling van ondernemingen groter is in onze analyseperiode dan aan het begin van de jaren '90.

Ten vierde bestuderen we het verband tussen de kost van het eigen/vreemd vermogen en de kwaliteit van de gerapporteerde niet-financiële informatie in twee institutionele omgevingen die sterk verschillend zijn van elkaar, namelijk Continentaal Europa en Noord-Amerika. In hoofdstuk 1 stelden we reeds vast dat ondernemingen in 'common law' landen, zoals de landen die behoren tot Noord-Amerika, beter ontwikkelde kapitaalmarkten hebben waarbij de verplichte informatieverstrekking van betere kwaliteit is en waarbij de aandeelhouders beter beschermd zijn door een striktere naleving van de regelgeving. Als gevolg hiervan stellen Hail en Leuz (2006) vast dat deze ondernemingen kunnen genieten van een lagere kost van het eigen vermogen in vergelijking met de Continentaal Europese landen. Richardson en Welker (2001) benadrukken evenwel dat het effect van de vrijwillige informatieverstrekking kleiner is indien een onderneming actief is in een institutionele omgeving waarbij de verplichte informatierapportering effectiever of van een betere kwaliteit is. Deze bevinding suggereert dat de inspanningen van de ondernemingen uit Continentaal Europa bij het verstrekken van niet-financiële informatie eerder kan resulteren in een lagere kost van eigen/vreemd vermogen in vergelijking met de ondernemingen uit Noord-Amerika. Poshakwale en Courtis (2005) stellen dan ook empirisch vast dat de impact van de vrijwillige informatierapportering op de kapitaalkost groter is voor banken uit Continentaal Europa dan voor banken uit Noord-Amerika. Het is bovendien interessant om te onderzoeken of de kost van het eigen/vreemd vermogen verschillend is in beide institutionele omgevingen.

Vele eerder uitgevoerde studies negeren het probleem van de endogeniteit bij het bepalen van de associatie tussen de kapitaalkost van een onderneming en

de kwaliteit van de informatieverstrekking. Walker (2006) vraagt zich af of we de kwaliteit van de informatieverstrekking wel als een exogene variabele kunnen beschouwen. Deze bedenking wordt ook door Leuz en Verrecchia (2000) en Welker (1995) geformuleerd. Enerzijds rapporteren ondernemingen informatie omdat ze een lagere kapitaalkost wensen, maar anderzijds wordt de kapitaalkost bepaald door de politiek die ondernemingen voeren om informatie te verspreiden. Hierdoor kan er een probleem van misspecificatie ontstaan als gevolg van het feit dat de foutterm en de kwaliteit van de niet-financiële informatierapportering met elkaar gecorreleerd zijn. De OLS schattingen zijn daardoor onbetrouwbaar, inefficiënt en inconsistent (Gujarati, 1995). Middels de toepassing van een simultane analyse op de kapitaalkost van de onderneming en de kwaliteit van de niet-financiële informatie wordt het probleem van endogeniteit verholpen. Hierdoor zijn de testresultaten robuust en betrouwbaarder. Middels een simultane analyse is het ook mogelijk om zowel de motieven van de informatierapportering (o.m. agencytheorie of signaleringstheorie) als de gevolgen van de informatieverstrekking (kost van het eigen/vreemd vermogen) te integreren in één model.

De volgende sectie bespreekt de theoretische en de empirische studies die de impact bestudeerd hebben op de kost van het eigen/vreemd vermogen. Sectie 2 leidt de hypothese af en geeft meer toelichting over de impact van de controlevariabelen op de kost van het eigen/vreemd vermogen. Sectie 3 bespreekt de onderzoeksopzet en sectie 4 geeft toelichting bij de onderzoeksresultaten. Het hoofdstuk wordt afgesloten met een conclusie.

2.1 Bevindingen uit de literatuur

De kapitaalkost van de onderneming is een topic die interesse opwekt bij investeerders, managers en academische onderzoekers. De hoogte van de kapitaalkost heeft immers een invloed op de waardering van een onderneming en wordt beïnvloed door diverse factoren waarvan de beschikbaarheid van informatie één van de voornaamste factoren is. Het effect van de informatierapportering op de kapitaalkost is dan ook een onderwerp dat reeds

veel belangstelling verkregen heeft in de internationale literatuur, maar bijkomend onderzoek is vereist om de effecten op de kapitaalkost van een onderneming ten volle te begrijpen. Theoretisch gezien resulteert een stijging in de kwaliteit en de kwantiteit van de informatierapportering in een daling van de kapitaalkost (Lundholm en Van Winkle, 2006; Diamond en Verrecchia, 1991; Gibbins et al., 1990; Diamond, 1985; Glosten en Milgrom, 1985).

Doordat de informatiekloof tussen de ondernemingen en haar aandeelhouders en investeerders vermindert naarmate er meer informatie verspreid wordt, vermindert de onzekerheid over de toekomstige kasstromen. Hierdoor daalt de verwachte risicopremie (Clarkson et al., 1996; Barry en Brown, 1985), waardoor enerzijds investeerders bereid zijn tot het aanvaarden van lagere dividenden en anderzijds financiële instellingen bereid zijn tot het toekennen van lagere intrestvergoedingen. Ten tweede verminderen de transactiekosten wanneer ondernemingen vrijwillig meer informatie verschaffen. Transactiekosten zijn het gevolg van de spreiding tussen de biedkoers en de laatkoers. Door vrijwillig informatie te verschaffen, daalt de averechtse selectiecomponent van de spreiding tussen de bied- en laatkoers, waardoor investeerders bereid zijn om meer aandelen te verwerven. Hierdoor verhoogt de verhandelbaarheid van de aandelen met als gevolg dat de waarde van een onderneming stijgt. Vervolgens daalt de kapitaalkost van een onderneming (Diamond en Verrecchia, 1991; Ahmihud en Mendelson, 1986; Glosten en Milgrom, 1985; Copeland en Galai, 1983). Investeerders zijn bovendien meer gerustgesteld dat de managers van ondernemingen die vrijwillig informatie rapporteren geen informatie achterwege houden. Het informatierisico vermindert voor investeerders (Merton, 1987) doordat zij in de mogelijkheid zijn om het management van een onderneming beter te controleren (Diamond, 1985). Hierdoor is er theoretisch aangetoond dat de kapitaalkost kleiner is voor ondernemingen die meer informatie ter beschikking stellen.

De kapitaalkost van een onderneming bestaat uit twee componenten, met name de kost van het eigen vermogen en de kost van het vreemd vermogen (Laveren et al., 2004). Tabel 2.1 biedt een overzicht van de onderzoeksresultaten van reeds uitgevoerde empirische studies tussen de mate of de kwaliteit van de

informatierapportering en de kapitaalkost van een onderneming. Hierbij dient opgemerkt te worden dat studies zoals Welker (1995), Healy et al. (1999) en Zhang en Ding (2006) op een onrechtstreekse wijze de relatie leggen met de kost van het eigen vermogen door gebruik te maken van benaderingen voor informatieasymmetrie.

In tabel 2.1 stellen we vast dat de meerderheid van deze studies bevestiging geven voor de theoretisch negatieve relatie die er bestaat tussen beide determinanten. Concreet vinden bijvoorbeeld Botosan en Plumlee (2002) dat de ondernemingen waarvan de kwaliteit van de informatie verstrekt in jaarverslagen hoger is, kunnen genieten van een lagere kost van het eigen vermogen. De kwaliteit van de informatieverstrekking in deze studie wordt gemeten aan de hand van de scores die financiële analisten toekennen voor de informatie verschaft in de jaarverslagen.

Een negatieve relatie tussen de publicatie van financiële informatie en de kost van het eigen vermogen wordt eveneens vastgesteld door Richardson en Welker (2001). Deze negatieve relatie is des te meer uitgesproken voor ondernemingen die door een beperkt aantal financiële analisten gevolgd worden. Dergelijke ondernemingen zijn de eerder kleine ondernemingen die gekenmerkt worden door een grotere informatiekloof tussen de onderneming en de beleggers of de investeerders. De kleine ondernemingen die dus meer moeite doen om meer financiële informatie te verstrekken worden beloond met een lagere kost van het eigen vermogen. Daarentegen verkrijgen de ondernemingen die gevolgd worden door een groter aantal analisten geen vermindering van de kost van het eigen vermogen wanneer zij meer gegevens verschaffen. Deze bevinding suggereert een substitutie-effect tussen de publiek en de privaat beschikbare informatie. De informatie die grote ondernemingen publiek rapporteren is reeds opgenomen in de private informatieproductie van de financiële analisten die de grote ondernemingen volgen.

Tabel 2.1: Literatuuroverzicht van de relatie tussen de mate van informatieverstrekking en de kapitaalkost

Auteur	Maatstaf kost van het eigen/vreemd vermogen	Maatstaf mate van informatieverstrekking	Steekproef	Resultaten
Kost van het eigen vermogen				
Welker (1995)	Spreiding tussen de bied-en laatkoers	Jaarverslaginformatie, tussentijdse informatie en beleggersinformatie op basis van een analyse uitgevoerd door de Association of Investment Management and Research (AIMR)	427 observaties van 427 ondernemingen in 28 sectoren gedurende de periode 1983-1990	Negatief verband
Botosan (1997)	Ex ante kost van het eigen vermogen gebaseerd op het model ontwikkeld door Edwards en Bell (1961), Ohlson (1995) en Feltham en Ohlson (1995)	Kwaliteit van vrijwillige informatie in jaarverslagen zoals achtergrond-informatie, historische financiële resultaten, niet-financiële prestatie-maatstaven, toekomstgerichte financiële informatie en analyse van het management	122 industriële ondernemingen actief in 1990	Negatief verband voor ondernemingen met een klein aantal financiële analisten; geen verband voor ondernemingen met een groot aantal financiële analisten
Healy, Hutton en Palepu (1999)	Spreiding tussen de bied- en laatkoers en het aandelenrendement	Evaluatie door financiële analisten van de kwaliteit van de informatie-rapportering in jaarverslagen, tussen-tijdse informatie, contacten met het management en persberichten	408 observaties van 97 ondernemingen gedurende de periode 1980-1990	Negatief verband met de spreiding tussen de bied- en laatkoers; positief verband met het aandelen-rendement
Richardson en Welker (2001)	Ex ante kost van het eigen vermogen op basis van het model van Gebhardt et al. (2001)	Financiële informatie in jaarverslagen (jaarrekeninginformatie en voorspellingen) Sociale informatie in jaarverslagen (informatie over human resources, energie, milieu, stakeholders zoals concurrenten, aandeelhouders of leveranciers)	324 observaties van 124 verschillende Canadese onder-nemingen in 1990, 1991 en 1992	Negatief verband voor financiële informatie (enkel voor onder-nemingen met een klein aantal financiële analisten); positief verband voor sociale informatie

Tabel 2.1: Literatuuroverzicht van de relatie tussen de mate van informatieverstrekking en de kapitaalkost (vervolg)

Auteur	Maatstaf kost van het eigen/vreemd vermogen	Maatstaf mate van informatieverstrekking	Steekproef	Resultaten
Botosan en Plumlee (2002)	Ex ante kost van het eigen vermogen volgens het dividend verdisconterings-model	Jaarverslaginformatie, tussentijdse informatie en beleggersinformatie op basis van een analyse uitgevoerd door de Association of Investment Management and Research (AIMR)	3618 observaties van 668 ondernemingen uit 43 sectoren gedurende de periode 1983-1993	Negatief verband voor jaarverslaginformatie, positief verband voor tussentijdse infor-matie; geen verband voor beleggers-informatie
Hail (2002)	Ex ante kost van het eigen vermogen	Kwaliteit van niet-financiële achtergrondinformatie, analyse van trends, analyses door het management, risico's en toekomstige financiële informatie in jaarverslagen	73 Zwitserse beursgenoteerde ondernemingen in 1997	Negatief verband
Gietzmann en Ireland (2005)	Ex ante kost van het eigen vermogen op basis van het model van Gebhardt et al. (2001)	Tussentijdse informatie via aankondigingen op de beursmarkt London Stock Exchange	301 observaties over de periode 1993-2002	Negatief verband
Poshak-whale en Courtis (2005)	Ex ante kost van het eigen vermogen op basis van het dividend-groeimodel	29 financiële en niet-financiële prestatiemaatstaven	73 niet-financiële ondernemingen uit Europa, VS, Australië en Canada	Negatief verband
Cheng, Collins, Huang (2006)	Ex ante kost van het eigen vermogen gebaseerd op het Ohlson en Juettner-Nauroth (2003) model	Analyse van de kwantiteit van de verstrekte informatie in jaarverslagen op het vlak van financiële transparantie, eigendomsstructuur en aandeelhoudersrechten en manage-ment structuren	348 ondernemingen opgenomen in de Standards en Poors 500 lijst	Negatief verband

Tabel 2.1: Literatuuroverzicht van de relatie tussen de mate van informatieverstrekking en de kapitaalkost (vervolg)

Auteur	Maatstaf kost van het eigen/vreemd vermogen	Maatstaf mate van informatieverstrekking	Steekproef	Resultaten
Zhang en Ding (2006)	Spreiding tussen de bied-en laatkoers, aandelenrendement en volatiliteit in de aandelenrendementen	Vrijwillige toepassing van IAS/IFRS	4973 observaties van 1362 ondernemingen gedurende de periode 2001-2004	Negatief verband met de spreiding tussen de bied- en laatkoers; geen verband met het aandelenrendement; positief verband met de volatiliteit in de aandelenrendementen
Kost van het eigen/vreemd vermogen				
Francis et al. (2005)	Ex ante kost van het eigen vermogen volgens Easton (2004); Ex ante kost van het vreemd vermogen als de verhouding tussen intrest-uitgaven en de korte en lange termijn financiële schulden	Analyse van de kwaliteit van de informatierapportering uitgevoerd door de Center for International Financial Analysis and Research Database (1993, 1995) met betrekking tot 90 items betreffende algemene informatie over de onderneming, de balans, de resultatenrekening, de kasstromen-tabel, boekhoudmethoden en aandeel-houdersinformatie	414 observaties voor de analyse van de kost van het eigen vermogen uit 35 verschillende landen 274 observaties voor de analyse van de kost van het vreemd vermogen uit 35 verschillende landen	Negatief verband
Kost van het vreemd vermogen				
Sengupta (1998)	Kost van het vreemd vermogen gemeten als de 'yield to maturity' op obligatieleningen en de intrestvoet op de eerste lening	Evaluatie van financiële analisten over de kwaliteit van de informatie-rapportering in jaarverslagen, tussentijdse informatie, contacten met het management en persberichten gedurende de periode 1987-1991	114, respectievelijk 103 ondernemingen gevestigd in de VS	Negatief verband
Nikolaev en van Lent (2005)	Kost van het vreemd vermogen gemeten als de 'yield to maturity'	Evaluatie van financiële analisten over de kwaliteit van de informatie-rapportering in jaarverslagen, tussentijdse informatie, contacten met het management en persberichten door de AIMR	358 observaties van 100 ondernemingen gedurende de periode 1986-1996	Negatief verband

Botosan (1997) toont eveneens aan dat enkel de ondernemingen met een kleiner aantal financiële analisten genieten van een lagere kost van het eigen vermogen naarmate deze ondernemingen meer gegevens van financiële en niet-financiële aard verstrekken (tabel 2.1). Verder vinden Gietzman en Ireland (2005) een negatief verband tussen de kost van het eigen vermogen en de kwantiteit van de informatieverstrekking. Gelijkaardige bevindingen worden vastgesteld in de studies van Cheng et al. (2006a), Francis et al. (2005) en Hail (2002), waarbij er geen verschillend resultaat wordt vastgesteld indien een onderneming door veel of weinig analisten gevolgd wordt. Zhang en Ding (2006), Healy et al. (1999) en Welker (1995) vinden dan weer dat de spreiding in de bied- en laatkoers verkleint naarmate er meer financiële informatie verschaft wordt.

Bovenstaande onderzoeken bestuderen de situatie bij niet-financiële ondernemingen. Poshakwale en Courtis (2005) concentreren hun onderzoek op financiële instellingen uit Europa, Noord-Amerika en Australië en concluderen dat de kost van het eigen vermogen negatief verbonden is met de mate van vrijwillige verslaggeving. Zij vinden eveneens dat de Europese financiële instellingen meer voordeel halen uit het vrijwillig verschaffen van informatie in vergelijking met de banken uit de andere continenten. De toegepaste informatie-index bevat zowel financiële als niet-financiële data.

Een aantal studies bieden evenwel geen ondersteuning voor de theoretisch negatieve relatie tussen de mate van informatieverstrekking en de kost van het eigen vermogen. Zoals reeds besproken, stellen Richardson en Welker (2001) geen invloed van betekenis vast voor ondernemingen die door een groot aantal financiële analisten gevolgd worden. In dezelfde studie wordt zelfs aangetoond dat ondernemingen die meer maatschappelijke informatie rapporteren benadeeld worden met een hogere kost van het eigen vermogen. Na een verdere analyse blijkt dat dit verband enkel vastgesteld wordt voor de minder goed presterende ondernemingen. Dit wijst erop dat deze ondernemingen vrijwillig maatschappelijke informatie verstrekken om hun reputatie te verbeteren (Guthrie en Parker, 1990). Deze strategie levert evenwel geen vermindering van de kost van het eigen vermogen op. Voorts benadrukken

Richardson en Welker (2001) dat de gegevens verzameld zijn in een periode van recessie waardoor de onderzoeksresultaten vertekend kunnen zijn. Botosan en Plumlee (2002) vinden eveneens dat ondernemingen die meer aandacht schenken aan het rapporteren van tussentijdse informatie, een hogere kost van het eigen vermogen hebben. Bushee en Noe (2000) verklaren deze bevinding doordat dergelijke ondernemingen tijdelijke handelaars aantrekken die agressief handelen waardoor de volatiliteit van de aandelenkoersen toeneemt. Hierdoor stijgt de kost van het eigen vermogen. Tenslotte wordt in de studie van Botosan en Plumlee (2002) aangetoond dat de kost van het eigen vermogen noch verhoogt, noch verkleint naarmate de kwaliteit van de beleggersinformatie verhoogt.

Sengupta (1998) bestudeert de invloed van de vrijwillige informatierapportering op de tweede component van de kapitaalkost, met name de kost van het vreemd vermogen (tabel 2.1). Deze auteur vindt dat ondernemingen die een hogere rating verkrijgen van financiële analisten voor de kwaliteit van hun informatieverstrekking, kunnen genieten van lagere intrestvergoedingen bij het aangaan van kredieten. Financiële instellingen hebben meer vertrouwen in ondernemingen die vrijwillig informatie verstrekken waardoor zij deze ondernemingen belonen met het toekennen van een lagere intrestvergoeding. Bovendien stelt Sengupta (1998) vast dat er meer aandacht besteed wordt aan de vrijwillig gepubliceerde informatie wanneer de beurskoersen van de onderneming een volatiel karakter vertonen. Volatiele beurskoersen worden immers veroorzaakt door de onzekerheid die de kapitaalmarkt ervaart ten aanzien van een onderneming. Nikolaev en van Lent (2005) herhalen de studie van Sengupta, maar houden rekening met de endogeniteit tussen de mate van informatierapportering en de kost van het vreemd vermogen. De onderzoeksresultaten op basis van een simultane analyse tonen aan dat het effect van de informatierapportering op de kost van het vreemd vermogen 200% hoger is dan onder toepassing van de OLS methode. Francis et al. (2005) besluiten eveneens dat ondernemingen een kleinere intrestvoet verkrijgen bij het publiek vrijgeven van meer en betere informatie.

2.2 Afleiding van de hypothese en controlevariabelen

In de voorgaande sectie werd de invloed van de informatieverstrekking op de kapitaalkost van de onderneming toegelicht. De theoretische bevindingen van Diamond en Verrecchia (1991) en Barry en Brown (1985) tonen een negatief verband aan tussen beide variabelen. De meerderheid van de empirische studies bevestigen dit negatief verband voor de financiële informatie die ondernemingen verschaffen. We verwachten eenzelfde verband vast te stellen voor de niet-financiële informatie. Dergelijke informatie geeft ook een indicatie van de toekomstige financiële kerncijfers van een onderneming (Richardson en Welker, 2001). Het stijgend belang van deze informatie in de waardering van ondernemingen maakt bovendien dat de investeerders meer aandacht schenken aan dergelijke informatie. Gezien niet-financiële informatie in hoofdzaak informatie is die ondernemingen op vrijwillige basis rapporteren, vermindert de onzekerheid bij investeerders indien een onderneming meer niet-financiële informatie verstrekt met als gevolg dat de kost van het eigen vermogen vermindert.

De relatie tussen de publieke rapportering van niet-financiële informatie en de kost van het vreemd vermogen is minder voor de hand liggend. Ondernemingen verstrekken immers ook privaat informatie aan hun financiële instelling (Ali en Hwang, 2000; Baiman en Verrecchia, 1996; Healy en Palepu, 1993). Volgens Francis et al. (2005) zal de kwaliteit van de private informatiestroom gelijklopend zijn aan de kwaliteit van de publieke informatiestroom. De ondernemingen in de steekproef zijn immers alle beursgenoteerd en zij dienen voor het bekomen van financiële middelen op de beursmarkt publiek informatie te verstrekken, waardoor eveneens de transparantie van de private informatieverstrekking vergroot. We kunnen dus veronderstellen dat de kost van het vreemd vermogen eveneens verkleint indien een onderneming meer inspanningen levert tot het verbeteren van de kwaliteit van de verschafte niet-financiële informatie. De volgende hypothesen worden aldus getest:

Hypothese 2.1: *De kost van het eigen vermogen van een onderneming is negatief gerelateerd aan de kwaliteit van de niet-financiële informatie verstrekt op haar website.*

Hypothese 2.2: *De kost van het vreemd vermogen van een onderneming is negatief gerelateerd aan de kwaliteit van de niet-financiële informatie verstrekt op haar website.*

Naast deze basishypothesen worden een aantal controlevariabelen gerelateerd aan de kost van het eigen/vreemd vermogen. Het feit dat zowel ondernemingen uit Continentaal Europa als uit Noord-Amerika bestudeerd worden, maakt dat er eveneens een variabele in het model opgenomen wordt die controleert voor de institutionele omgeving waartoe een onderneming behoort. La Porta et al. (2006, 1998) stellen immers dat in Noord-Amerika de ondernemingen meer informatieverplichtingen dienen te vervullen, de aandeelhouders en investeerders beter beschermd worden en de wettelijke bepalingen beter nageleefd worden. Bovendien zijn de boekhoudkundige gegevens waarderelevanter in Noord-Amerika (Hung, 2000). Hierdoor zullen buitenstaanders sneller investeren in ondernemingen uit Noord-Amerika, waardoor de kapitaalmarkten beter ontwikkeld zijn. De druk om meer relevante informatie te verspreiden in Noord-Amerika, resulteert volgens de studie van Hail en Leuz (2006) in een kleinere kost van het eigen vermogen in vergelijking met onder meer Continentaal Europa. In analogie met de argumentatie van Hail en Leuz (2006) en La Porta et al. (1997) die stellen dat de financiële cijfers van de ondernemingen in Continentaal Europa van mindere kwaliteit zijn, verwachten we eveneens dat deze ondernemingen een hogere kost van het vreemd vermogen aangerekend krijgen.

Verder controleren een aantal variabelen voor de mate van risico of onzekerheid van een onderneming. Een stijging in het risico van een onderneming resulteert in een vermeerdering van de kost van het eigen/vreemd vermogen. Diverse studies stellen dat de grotere ondernemingen kunnen genieten van een lagere kost van het eigen/vreemd vermogen. De grootte van een onderneming wordt gebruikt als een benadering voor de informatie-omgeving van de onderneming. Grotere ondernemingen rapporteren meer informatie omdat het aantal

belanghebbenden die informatie van de onderneming vragen, groter is. Ter verlaging van de agencykosten, verspreiden grotere ondernemingen meer informatie. Bovendien zijn de publicatiekosten voor grotere ondernemingen kleiner omdat zij schaalvoordelen realiseren in vergelijking met kleinere ondernemingen. Grotere ondernemingen zijn eveneens beter in staat om de additionele kosten als gevolg van een mogelijk verlies aan concurrentiekracht te dragen. De empirische studies van Botosan en Plumlee (2005), Poshakwale en Courtis (2005), Hail (2002), Gebhardt et al. (2001) en Botosan (1997) vinden een negatieve relatie tussen de kost van het eigen vermogen en de grootte van de onderneming. Sengupta (1998) biedt eveneens ondersteuning voor een negatief verband tussen de grootte van de onderneming en de kost van het vreemd vermogen. We verwachten dan ook dat de kost van het eigen/vreemd vermogen negatief verbonden is aan de grootte van een onderneming.

Een andere benadering voor het risico van een onderneming is de voorspellingsvariantie bij financiële analisten. Uit de studies van Cheng et al. (2006a), Gietzmann en Ireland (2005), Khurana en Raman (2004), Mikhail et al. (2004) en Gebhardt et al. (2001) blijkt dat ondernemingen kunnen genieten van een lagere kost van het eigen vermogen naarmate de voorspellingen van de analisten meer met elkaar in overeenstemming zijn. Dit resultaat is te verklaren doordat deze analisten minder onzekerheid en risico's ervaren waardoor hun voorspellingen beter op elkaar afgestemd zijn. We veronderstellen in deze studie eveneens dat de kost van het eigen/vreemd vermogen positief gerelateerd is aan de voorspellingsvariantie van financiële analisten.

Het systematisch risico of de betacoëfficiënt van de onderneming van de onderneming vertoont in de studies van Hail en Leuz (2006), Botosan en Plumlee (2005), Poshakwale en Courtis (2005), Khurana en Raman (2004), Mikhail et al. (2004), Gebhart et al. (2001) en Botosan (1997) een positief verband met de kost van het eigen vermogen. Naarmate het risico van een onderneming groter is, verhoogt eveneens de kost van het eigen vermogen. De betacoëfficiënt wordt niet gerelateerd aan de kost van het vreemd vermogen.

We bestuderen eveneens de impact van de schuldgraad van een onderneming op de kost van het eigen/vreemd vermogen. Deze variabele is ook een benadering voor het risicoprofiel van een onderneming, waardoor we een positief verband verwachten met de kost van het eigen/vreemd vermogen. De empirische studies van Cheng et al. (2006a), Botosan en Plumlee (2005) en Khurana en Raman (2004) stellen reeds een positief verband vast met de kost van het eigen vermogen. Richardson en Welker (2001) vinden geen betekenisvolle invloed van de schuldgraad op de kost van het eigen vermogen. Sengupta (1998) besluit dat de kost van het vreemd vermogen positief gerelateerd is aan de schuldgraad van de onderneming. We veronderstellen dan ook dat de kost van het eigen/vreemd vermogen positief gerelateerd is aan de schuldgraad van een onderneming.

De verhouding tussen de marktwaarde en de boekwaarde van het eigen vermogen is eveneens een benadering voor het risico van een onderneming. Investeerders en financiële instellingen ervaren meer onzekerheid over de toekomstige groei-opportuniteiten van een onderneming naarmate de marktwaarde en de boekwaarde van het eigen vermogen meer met elkaar in overeenstemming zijn (Cheng et al., 2006a). Hierdoor staan investeerders en financiële instellingen sceptisch tegenover dergelijke ondernemingen waardoor een hogere kost van eigen/vreemd vermogen wordt aangerekend. Diverse studies (Cheng et al., 2006a; Poshakwale en Courtis, 2005; Mikhail et al., 2004; Botosan en Plumlee, 2005; Khurana en Raman, 2004) vinden een negatief verband tussen de kost van het eigen vermogen en de verhouding tussen de marktwaarde en de boekwaarde van het eigen vermogen. Sengupta (1998) stelt eveneens een negatieve relatie vast met de kost van het vreemd vermogen. Op basis van bovenstaande bevindingen verwachten we dat de kost van het eigen/vreemd vermogen negatief verbonden is met de verhouding tussen de marktwaarde en de boekwaarde.

Voorts suggereert Brown (2001a) dat de toekomstige bedrijfsresultaten van verlieslatende ondernemingen moeilijker te voorspellen zijn omdat de managers van verlieslatende ondernemingen hun huidige bedrijfsresultaten in sterkere mate manipuleren. Wanneer een onderneming verwacht om verliezen te

realiseren, tracht zij zoveel mogelijk kosten toe te wijzen aan het boekjaar waarin de verliezen gemaakt worden om in de volgende boekjaren een hoger bedrijfsresultaat te genereren (dit fenomeen wordt big bath accounting genoemd). Een gevolg hiervan is onder meer dat financiële analisten moeite hebben om nauwkeurige winstvoorspellingen te maken (Abarbanell en Lehavy, 2003a). Sinds verlieslatende ondernemingen omgeven zijn met meer onzekerheid voor het inschatten van de toekomstige prestaties, stellen we als assumptie dat verlieslatende ondernemingen een hogere kost van het eigen/vreemd vermogen hebben.

Investeerders en financiële analisten ervaren meer onzekerheid wanneer de variabiliteit in de bedrijfsresultaten van het ene over het andere jaar groter is. Financiële analisten verkiezen eerder gelijklopende resultaten omdat de toekomstige bedrijfsresultaten dan makkelijker te voorspellen zijn (Graham et al., 2005; Jaggi en Jain, 1998). Daarnaast vermindert de attractiviteit om een onderneming te volgen wanneer de bedrijfsresultaten een variabel karakter hebben (Duru en Reeb, 2002). Dit heeft als gevolg dat investeerders een hogere risicopremie vereisen. Hierdoor wordt verwacht dat de kost van het eigen/vreemd vermogen positief gerelateerd is aan de variabiliteit in de bedrijfsresultaten.

Een volgende controlevariabele die we relateren aan de kost van het eigen vermogen is het aantal beursnoteringen. Naarmate ondernemingen actief zijn op meerdere beursmarkten, zijn de agencykosten hoger omdat zij door een groter aantal belanghebbenden gevolgd worden. Hierdoor rapporteren ondernemingen die op meerdere beurzen genoteerd staan meer informatie (Lang et al., 2003), waardoor de transparantie van de onderneming verhoogt. In onze studie kennen we een hoger gewicht toe aan de ondernemingen die genoteerd staan op een Amerikaanse of een Engelse beursmarkt omdat de kwaliteit van de financiële informatie beter is van ondernemingen die hierop genoteerd staan (Saudaragan en Meek, 1997). Middels deze weging controleren we eveneens voor de verschillen in de kwaliteit van de boekhoudstandaarden tussen de institutionele omgevingen (Beretta en Bozzolan, 2005). We verwachten dat de ondernemingen

met meerdere noteringen op beursmarkten een lagere kost van het eigen vermogen hebben.

Cheng et al. (2006a) vinden dat de sector een betekenisvolle invloed heeft op de kost van het eigen vermogen. Daske et al. (2006) concluderen dat de informaticasector (IT dienstverlening of hardware) en de sector van elektronische uitrustingsgoederen een hogere kost van het eigen vermogen aangerekend krijgen. De reden is dat deze sectoren gekenmerkt worden door meer onzekerheid en risico's. De ondernemingen uit de sector van de nutsvoorzieningen, de financiële sector en de productie van consumptiegoederen hebben een lagere kost van het eigen vermogen. De verwachting wordt dan ook geuit dat de kost van eigen/vreemd vermogen gerelateerd is aan de sector waartoe de onderneming behoort. In navolging van de studies van Cheng et al. (2006a), Gebhardt et al. (2001) en Gode en Mohanram (2003) berekenen we de gemiddelde kost van het eigen/vreemd vermogen voor de ondernemingen die tot dezelfde sector behoren. We verwachten een positief verband tussen deze variabele en de kost van het eigen/vreemd vermogen vast te stellen.

In tabel 2.2 worden de verwachte richtingen van de hypothese en elk van de controlevariabelen met de kost van het eigen/vreemd vermogen samengevat.

2.3 Onderzoeksopzet

2.3.1 Bepaling van de kost van het eigen/vreemd vermogen

Initieel wordt de kost van het eigen vermogen van een onderneming gedefinieerd als het percentage waartegen de toekomstige kasstromen worden verdisconteerd om de huidige beurskoers te bepalen (Botosan, 2006). Het nadeel bij deze definitie is evenwel dat de toekomstige kasstromen niet objectief te bepalen zijn (Botosan en Plumlee, 2005; Joos, 2000). Zoals blijkt uit tabel 2.1 worden in de literatuur diverse benaderingen toegepast om de kost van het eigen vermogen van een onderneming in te schatten.

Tabel 2.2: Overzicht van de verwachte invloeden op de kost van het eigen/vreemd vermogen

	KEV*	KVV**
De kwaliteit van de gerapporteerde niet-financiële informatie door een onderneming	-	-
Het gevestigd zijn van een onderneming in Noord-Amerika	-	-
De grootte van een onderneming	-	-
De voorspellingsvariantie van de financiële analisten die een onderneming volgen	+	+
Het systematisch risico van een onderneming	+	NIM
De verhouding tussen de marktwaarde en de boekwaarde van het eigen vermogen van een onderneming	-	-
Het verlieslatend zijn van een onderneming	+	+
De variabiliteit in het bedrijfsresultaat van een onderneming	+	+
De schuldgraad van een onderneming	+	+
Het aantal beursnoteringen van een onderneming	-	NIM
De gemiddelde kost van het eigen/vreemd vermogen van de sector waartoe een onderneming behoort	+	+

*KEV =De kost van het eigen vermogen;
**KVV = De kost van het vreemd vermogen
NIM = Deze variabele wordt niet in het model opgenomen

Een aantal studies bestuderen de invloed van de informatieverstrekking op variabelen waarvan aangenomen wordt dat deze een impact hebben op de kost van het eigen vermogen van een onderneming. Zo vinden onder andere Zhang en Ding (2006), Healy et al. (1999) en Welker (1995) dat de mate van informatieasymmetrie negatief gerelateerd is aan de mate van informatieverstrekking. Deze studies maken gebruik van maatstaven zoals de spreiding tussen de bied- en laatkoers, de variabiliteit van de aandelenrendementen of het verhandelingsvolume van aandelen als benadering voor informatieasymmetrie. Botosan (1997) en Fama en French (1992) constateren echter dat deze determinanten geen consistente relatie vertonen met de risico-indicatoren van een onderneming, zoals de betacoëfficiënt.

Een andere manier is om de kost van het eigen vermogen te meten middels het 'Capital Asset Pricing' model. Deze methode heeft echter als nadeel dat de kost van het eigen vermogen beïnvloed wordt door de variatie in de betacoëfficiënt van een onderneming en niet door de variatie in de hoeveelheid aan informatie

die een onderneming verschaft (Poshakwale en Courtis, 2005). Hierdoor kunnen we dit model niet gebruiken in onze studie omdat we dan de veronderstelling moeten maken dat de betacoëfficiënt wijzigt naarmate de hoeveelheid aan informatie wijzigt. Deze relatie heeft evenwel geen theoretische grondslag (Botosan, 1997).

Een aantal studies schatten de kost van het eigen vermogen als de discontovoet die de voorspelde contante waarde van de voorspelde bedrijfsresultaten per aandeel door de financiële analisten gelijkstelt aan de beurskoers. Deze ex ante schattingen van de kost van het eigen vermogen zijn lange termijn maatstaven die wel consistent verbonden zijn met de risico-indicatoren van een onderneming (Botosan en Plumlee, 2005; Khurana en Raman, 2004). In de literatuur bestaan er diverse benaderingen van de ex ante kost van het eigen vermogen die in onder meer Cheng et al. (2006a), Gietzman en Ireland (2005), Poshakwale en Courtis (2005), Easton (2004), Mikhail et al. (2004), Botosan en Plumlee (2002), Hail (2002) en Botosan (1997) toegepast worden. Deze maatstaven baseren zich op voorspellingen van financiële analisten, maar verschillen van elkaar met betrekking tot de onderliggende assumpties. Botosan en Plumlee (2005) vergelijken dan ook een aantal van deze maatstaven en komen tot de vaststelling dat de benadering van Easton (2004) één van de betere maatstaven is omdat deze maatstaf consistent gerelateerd is met meerdere risico-indicatoren zoals de voorspellingsvariantie van financiële analisten, de betacoëfficiënt of de verhouding tussen de marktwaarde en de boekwaarde van het eigen vermogen.

In onze studie maken we eveneens gebruik van de maatstaf van Easton (2004). De benadering van Easton bepaalt de kost van het eigen vermogen als de inverse van de 'Price Earnings Growth' ratio (PEG ratio). Deze maatstaf is een vereenvoudigde versie van een verdisconteerd waarderingsmodel en steunt op een aantal assumpties, onder meer dat er geen groei is in de abnormale winsten na de voorspellingshorizon (2 jaar). In appendix 1 van dit hoofdstuk is de afleiding van de formule van Easton opgenomen. De kost van het eigen vermogen volgens Easton (2004) wordt als volgt berekend:

$$KEV_i = \sqrt{\frac{eps_{t+2,i} - eps_{t+1,i}}{P_{t,i}}}$$

met KEV_i: de kost van het eigen vermogen voor onderneming i;

$eps_{t+2,i}$: het gemiddelde voorspelde resultaat per aandeel die de financiële analisten maken voor onderneming i voor het jaar t+2;

$eps_{t+1,i}$: het gemiddelde voorspelde resultaat per aandeel die de financiële analisten maken voor onderneming i voor het jaar t+1;

$P_{t,i}$: de beurskoers aan het einde van de periode t van onderneming i.

Deze maatstaf is reeds toegepast in de studies van Cheng et al. (2006a), Francis et al. (2005) en Khurana en Raman (2004). De maatstaf heeft weinig datavereisten, maar is niet bruikbaar bij een verwachte negatieve groei.

In onze studie berekenen we de ex ante kost van het eigen vermogen aan het einde van het jaar 2002 omdat de kwaliteit van de niet-financiële informatierapportering op websites onderzocht werd in de loop van 2002 (cfr. sectie 2.3.2). De ex ante kost van het eigen vermogen wordt dan berekend als het verschil tussen het gemiddelde voorspelde resultaat per aandeel van het jaar 2004 en het gemiddelde voorspelde resultaat per aandeel van het jaar 2003 gedeeld door de beurskoers aan het einde van het jaar 2002. Vervolgens nemen we de vierkantswortel van deze verhouding.

Het gebruik van analistenvoorspellingen voor het bepalen van de kost van het eigen vermogen houdt echter ook een aantal gevaren in. Hail en Leuz (2006) benadrukken dat analistenvoorspellingen op zichzelf vertekend en onnauwkeurig zijn. Toch dient aangehaald te worden dat deze vertekeningen vooral te wijten zijn aan bedrijfsgerelateerde kenmerken zodat er weinig redenen zijn om aan te nemen dat de kost van het eigen vermogen vertekend is.

De kost van het vreemd vermogen in onze studie wordt, analoog als in de studie van Francis et al. (2005), gemeten als de intrestvoet die een onderneming dient te betalen op haar financiële schulden. De maatstaf is eveneens een ex ante maatstaf omdat de intrestvoet gemeten wordt als de verhouding tussen de betaalde intrestlasten in het jaar 2003 en de optelsom van de lange en korte termijn financiële schulden aan het begin van het jaar 2003. Sengupta (1998) maakt gebruik van twee maatstaven om de kost van het vreemd vermogen in te schatten. Zijn eerste maatstaf – die vrij analoog is aan de maatstaf die in onze studie wordt gebruikt - meet de kost van het vreemd vermogen als de intrestvoet die aangerekend wordt op de eerste lening die een onderneming aangaat in het jaar volgend op het jaar waarin de kwaliteit van de niet-financiële informatie wordt vastgesteld. De tweede maatstaf berekent de *yield-to-maturity* en meet de verdisconteringsvoet die toegepast wordt bij de eerste obligatielening die een onderneming uitgeeft. De maatstaf die wij gebruiken bevat een lichte vertekening omdat de gebruikte boekhoudstandaarden voor het bepalen van de componenten van de kost van het vreemd vermogen kunnen verschillen. Francis et al. (2005) benadrukken eveneens deze vertekening.

De voorspellingen van de financiële analisten die we nodig hebben voor de berekening van de kost van het eigen vermogen zijn opgenomen in de IBES databank die via Datastream werd geraadpleegd. We selecteren het gemiddelde voorspelde resultaat per aandeel die de financiële analisten in de maand mei 2003 maken voor het jaar 2003 en het jaar 2004. De keuze voor de maand mei 2003 wordt verantwoord doordat de financiële analisten in die maand alle informatie van het boekjaar 2002 hebben verwerkt. De beurskoersen zijn afkomstig van Datastream en Euronext. De kost van het vreemd vermogen is afkomstig van de Worldscope databank die opgenomen is in Datastream.

2.3.2 Bepaling van de steekproefgrootte

We onderzoeken de impact van de rapportering van niet-financiële informatie op de kost van het eigen/vreemd vermogen voor een steekproef van ondernemingen die in 2002 genoteerd stonden op beursmarkten in Continentaal

Europa (België, Duitsland, Frankrijk en Nederland) en Noord-Amerika (Canada en de Verenigde Staten). Het betreffen telkens de grootste niet-financiële ondernemingen die deel uitmaken van de volgende beursindices: DAX70/DAX30 (Duitsland), SBF120 (Frankrijk), Euronext Brussels 50 grootste ondernemingen (België), AEX/MIDKAP 48 (Nederland), S&P500 (VS) en S&P/TSX300 (Canada). Op basis van bovenstaande criteria bestaat de initiële steekproefgrootte uit 267 ondernemingen die gevestigd zijn in Continentaal Europa (43 van België, 97 van Frankrijk, 84 van Duitsland en 43 van Nederland) en 627 ondernemingen in Noord-Amerika (208 van Canada en 419 van de Verenigde Staten).

Met betrekking tot de analyse van de kwaliteit van de informatieverstrekking op de kost van het eigen vermogen vermindert de initiële steekproefgrootte van 894 observaties tot 750 observaties door anomalieën in de afhankelijke variabele, met name door ontbrekende waarden (73 observaties), negatieve groei in de analistenvoorspellingen waardoor het onmogelijk is om de vierkantswortel te nemen (47 observaties) en outliers (24 observaties). Verder daalt de steekproefgrootte tot 681 observaties door ontbrekende waarden en outliers in de onafhankelijke variabelen. De outliers bij zowel de afhankelijke als de onafhankelijke variabelen worden geselecteerd op basis van frequentietabellen. Indien een onderneming voor een variabele een bepaalde normale kritische waarde overschrijdt, wordt deze onderneming buiten de analyse gelaten. Hierbij wordt eveneens gekeken naar de skewness en kurtosiswaarden van de variabelen. Indien deze waarden een niet normaal patroon weergeven, worden beide waarden beïnvloed door extreme waarden. Door eliminatie van de outliers vertonen de variabelen in de analyse een normale verdeling. Van de uiteindelijke steekproefgrootte van 681 ondernemingen zijn 224 ondernemingen (32%) gevestigd in Continentaal Europa en 457 ondernemingen (68%) in Noord-Amerika.

De initiële steekproefgrootte met betrekking tot de analyse van de kwaliteit van de informatierapportering op de kost van het vreemd vermogen vermindert in eerste instantie tot 783 door het elimineren van observaties bij de afhankelijke variabele. Deze vermindering wordt veroorzaakt door ontbrekende waarden (93 observaties) en door outliers (18 observaties). De definitieve steekproefgrootte

bestaat uit 702 observaties als gevolg van ontbrekende gegevens en outliers bij de onafhankelijke variabelen. Hiervan zijn 229 ondernemingen (33%) in Continentaal Europa en 473 ondernemingen (67%) in Noord-Amerika gevestigd.

2.3.3 Bepaling van de onafhankelijke variabelen

De kwaliteit van de niet-financiële informatierapportering wordt bepaald op basis van een analyse van websites. Deze informatiebron wordt evenwel bekritiseerd omdat het mogelijks geen goede benadering zou zijn voor de totale rapporteringspolitiek van ondernemingen. Deze kritiek kunnen we echter weerleggen op basis van de scores die Belgische financiële analisten toekennen voor de kwaliteit van de informatie verschaft in diverse informatiebronnen waaronder jaarverslagen en websites (www.bvfa.be). Voor een steekproef van 37 Belgische ondernemingen blijkt dat de kwaliteit van de informatie die in 2006 verschaft wordt op websites sterk gecorreleerd is met de totale kwaliteit van de gerapporteerde informatie.

Met betrekking tot de kwaliteit van de gerapporteerde niet-financiële informatie door ondernemingen uit onze steekproef maken we gebruik van de onderzoeksresultaten van Aerts et al. (2007b). Deze auteurs bestudeerden in 2002 de website van elke onderneming in de steekproef op de aanwezigheid van 92 niet-financiële informatie-items die ondernemingen vrijwillig kunnen verschaffen. Appendix 2 bij dit hoofdstuk bevat een overzicht van deze niet-financiële informatie-items. Elk item krijgt een gewogen score afhankelijk van de mate van detail dat een item besproken wordt. Deze items zijn gegroepeerd in zes niet-financiële informatiecategorieën:

- Corporate governance (17 items)
- Waarde voor de klant (16 items)
- Humaan en intellectueel kapitaal (16 items)
- Productiviteit (17 items)
- Innovatie, onderzoek en ontwikkeling en groei (10 items)
- Maatschappelijke verslaggeving (16 items)

In vergelijking met de samenstelling van de informatie-index van voorgaande studies (zie tabel 2.1), bevat onze informatie-index additionele informatiecategorieën zoals informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming (o.m. de rubrieken humaan en intellectueel kapitaal, productiviteit, innovatie, onderzoek en ontwikkeling en groei). Dergelijke gegevens zijn in geen enkele studie opgenomen. Tevens bevat geen enkel onderzoek informatie over klanten. De informatie-index van Cheng et al. (2006a) bevat informatie over de eigendomsstructuur en de aandeelhoudersrechten. Dergelijke informatie hoort thuis in de rubriek corporate governance. De invloed van maatschappelijke verslaggeving op de kapitaalkost is onderzocht in de studie van Richardson en Welker (2001).

Een aantal andere studies die vermeld zijn in tabel 2.1 hebben in hun informatie-index een aantal andere niet-financiële informatierubrieken opgenomen die geen deel uitmaken van onze informatie-index. Zo bevat de informatie-index van Botosan (1997) niet-financiële achtergrondinformatie over de onderneming en een analyse van bedrijfsinformatie door het management van de onderneming.

We kunnen eveneens stellen dat de meeste informatie-indices, zoals besproken in het overzicht van tabel 2.1, opgesteld zijn in het begin van de jaren '90. In deze periode was niet-financiële informatie minder relevant in het waarderingsproces van ondernemingen. Diverse ontwikkelingen aan het einde van de jaren '90 - onder meer de opkomst van het internet en de informatietechnologie – heeft het belang van niet-financiële informatie doen toenemen. De empirische studies die gebruik maken van informatie-indices opgesteld vanaf het einde van de jaren '90 zijn echter beperkt. Onze studie tracht hierin een bijdrage te leveren door de scores voor de kwaliteit van de niet-financiële informatierapportering in 2002 te relateren aan de kapitaalkost van de onderneming.

De overige onafhankelijke variabelen, met uitzondering van de maatstaf die controleert voor het sector-effect, zijn eveneens opgenomen in de dataset die ter beschikking gesteld werd door Aerts et al. (2007b).

Samengevat wordt de impact van de kwaliteit van de niet-financiële informatierapportering op de kost van het eigen/vreemd vermogen geschat op basis van de onderstaande modellen:

$$KEV_i = \beta_0 + \beta_1 RAP_i + \beta_2 IO_i + \beta_3 GRO_i + \beta_4 VAR_i + \beta_5 BETA_i + \beta_6 SCHULD_i + \beta_7 MBW_i + \beta_8 VERLIES_i + \beta_9 WBR_i + \beta_{10} BEURS_i + \beta_{11} SEC\_EV_i + \varepsilon$$

$$KVV_i = \beta_0 + \beta_1 RAP_i + \beta_2 IO_i + \beta_3 GRO_i + \beta_4 VAR_i + \beta_5 SCHULD_i + \beta_6 MBW_i + \beta_7 VERLIES_i + \beta_8 WBR_i + \beta_9 SEC\_VV_i + \varepsilon$$

De omschrijving en de definiëring van de afhankelijke en de onafhankelijke variabelen zijn opgenomen in tabel 2.3.

De multivariate regressiemodellen worden geschat op basis van de 2SLS-methode omdat de kwaliteit van de niet-financiële informatie van een onderneming gecorreleerd is met de restterm van de kost van het eigen/vreemd vermogen. Op basis van de Hausman test verwerpen we immers de nulhypothese dat er geen endogeniteit bestaat tussen de kwaliteit van de niet-financiële informatierapportering en de kost van het eigen vermogen ($p<0,0021$) en de kwaliteit van de niet-financiële informatierapportering en de kost van het vreemd vermogen ($p<0,0043$).

Onder toepassing van de 2SLS methode schatten we in een eerste fase de kwaliteit van de niet-financiële informatierapportering in op basis van de exogene variabelen van het basismodel aangevuld met een aantal instrumentele variabelen. In een tweede fase wordt de geschatte waarde voor de kwaliteit van niet-financiële informatierapportering opgenomen in het basismodel en gerelateerd aan de kost van het eigen/vreemd vermogen.

Tabel 2.3: Omschrijving en definiëring van de variabelen

Variabele	Omschrijving	Definiëring
Afhankelijke variabelen:		
KEV_i	De kost van het eigen vermogen van onderneming i	De vierkantswortel van het verschil tussen het gemiddelde voorspelde resultaat per aandeel voor het jaar 2004 en het gemiddelde voorspelde resultaat per aandeel voor het jaar 2003 gedeeld door de beurskoers aan het einde van het jaar 2002.
KVV_i	De kost van het vreemd vermogen van onderneming i	De intrestvoet van het jaar 2003 berekend als de intrestlasten in 2003 gedeeld door de korte en de lange termijn financiële schulden aan het begin van 2003.
Onafhankelijke variabelen:		
RAP_i	De kwaliteit van de gerapporteerde niet-financiële informatie op de website van onderneming i	De kwaliteit van de gerapporteerde niet-financiële informatie op de website van onderneming i in 2002
IO_i	De institutionele omgeving waarin onderneming i gevestigd is	Dummy variabele met de waarde 1 indien het hoofdkantoor van de onderneming gevestigd is in Noord-Amerika en de waarde 0 indien de onderneming gevestigd is in Continentaal Europa
GRO_i	De grootte van onderneming i	Het logaritme van de totale activa in 2002 van onderneming i
VAR_i	De voorspellingsvariantie van de financiële analisten die onderneming i volgen	Het logaritme van de standaardafwijking van de analistenvoorspellingen gemaakt in mei 2003 voor de voorspellingen van het boekjaar 2003 gedeeld door de werkelijke winst per aandeel in 2003
$BETA_i$	Het systematisch risico van onderneming i	De betacoëfficiënt van onderneming i in 2002
$SCHULD_i$	De schuldgraad van onderneming i	De verhouding tussen de korte en de lange termijn schulden over de totale activa in 2002 van onderneming i
MBW_i	De verhouding tussen de marktwaarde en de boekwaarde van het eigen vermogen van onderneming i	Het logaritme van de verhouding tussen de marktwaarde en de boekwaarde van het eigen vermogen in 2002 van onderneming i
$VERLIES_i$	Het feit of onderneming i verlieslatend is of niet	Dummy variabele met de waarde 1 indien onderneming i in 2002 verlieslatend is en de waarde 0 in het andere geval

Tabel 2.3: Omschrijving en definiëring van de variabelen (vervolg)

Variabele	Omschrijving	Definiëring
WBR_i	De variabiliteit in het bedrijfsresultaat van onderneming i	Het logaritme van de procentuele wijziging in de werkelijke winst per aandeel van het jaar 2002 ten opzichte van 2001 van onderneming i
$BEURS_i$	Het aantal beurs-noteringen van onder-neming i	Het aantal beursnoteringen van onderneming i waarbij een notering op een Amerikaanse of een Engelse beursindex (Nasdaq, NYSE, LSE) een gewicht van 1,5 krijgt in plaats van 1 voor een andere beursnotering [3]
SEC_EV_i SEC_VV_i	De sector waartoe onderneming i behoort	De gemiddelde kost van het eigen/vreemd vermogen van de sector waartoe onderneming i behoort. De onderneming i wordt toegewezen aan één van de volgende sectoren: consumptiegoederen en –diensten, grond-stoffen, energie, industriële vervaardiging, chemie en gezondheid, nutsvoorzieningen, telecommunicatie en media (sectorindeling op basis van de Standards and Poor sectorindeling)
ε	restterm	

De instrumentele variabelen die in de eerste fase opgenomen worden, zijn de winstgevendheid, de verhouding materiële vaste activa op totale activa, de media-aandacht en de aandeelhoudersstructuur. Deze variabelen vertonen in de literatuur een betekenisvolle invloed op de kwaliteit en de kwantiteit van de informatierapportering. Voor een omschrijving en definiëring van deze bijkomende instrumentele variabelen kan verwezen worden naar tabel 2.4.

Diverse studies vinden dat de winstgevendheid van een onderneming een invloed heeft op de mate waarin ondernemingen inspanningen leveren om vrijwillig niet-financiële informatie te verstrekken, maar de richting van dit verband is onduidelijk. Enerzijds stellen onder meer Gul en Leung (2004), Watson et al. (2002) en Wallace et al. (1994) een positieve relatie vast tussen de winstgevendheid van een onderneming en de mate van informatieverschaffing. Dit resultaat wordt verklaard door de signaleringstheorie die stelt dat ondernemingen die goed presteren hun goede prestaties in de verf willen zetten door vrijwillig meer informatie te rapporteren. Anderzijds

[3] De empirische analyses worden ook uitgevoerd waarbij de Amerikaanse en de Engelse beursindices een even groot gewicht krijgen als de andere beursindices. De onderzoeksresultaten wijzigen evenwel niet.

observeren Inchausti (1997) en Wallace en Naser (1995) een significant negatief verband. Deze bevinding betekent dat goed presterende ondernemingen concurrentiële kosten ervaren indien zij meer informatie vrijgeven.

Tabel 2.4: Omschrijving en definiëring van de instrumentele variabelen

Variabele	Omschrijving	Definiëring
ROA_i	De winstgevendheid van onderneming i	Het rendement op de totale activa in 2002 van onderneming i
MVA_i	Het aandeel van de materiële vaste activa in de totale activa van onderneming i	De verhouding tussen de materiële vaste activa en de totale activa in 2002 van onderneming i
$MEDIA_i$	De media-aandacht voor onderneming i	Het aantal artikels opgenomen in ABI Inform gedurende de periode 1997-2001 voor onderneming i
ASP_i	De aandeelhoudersstructuur van onderneming i	Dummy variabele met de waarde 1 indien een investeerder of een groep van investeerders meer dan 20% van de aandelen bezitten van onderneming i en de waarde 0 in het andere geval

De verhouding tussen de materiële vaste activa en de totale activa is een benadering voor de instapbarrières in een sector. Volgens Dong en Antonakis (2007) rapporteren ondernemingen met lage instapbarrières minder informatie omdat ze vrezen dat hun concurrentiepositie aangetast wordt wanneer nieuwkomers aangetrokken worden.

Verder zijn de ondernemingen met meer media-aandacht zichtbaarder voor de maatschappij, waardoor er een grotere druk is om meer informatie te rapporteren (Cormier en Magnan, 2003). Een omgekeerde relatie waarbij de mate van rapportering een invloed heeft op de mate van media-aandacht die een onderneming verkrijgt, kan eveneens gesuggereerd worden. Hierdoor zou er sprake zijn van een endogene relatie tussen beide variabelen. Aerts et al. (2007a) tonen evenwel aan dat de media-aandacht eerder een invloed heeft op de kwaliteit van de informatierapportering dan omgekeerd.

Voorts relateren we de aandeelhoudersstructuur aan de kwaliteit van de gerapporteerde niet-financiële informatie. Ondernemingen waarvan de aandelen verspreid zijn over een groter aantal aandeelhouders worden gekenmerkt door

een groter belangenconflict tussen het management en de aandeelhouders (Oliveira et al., 2006; Depoers, 2000; Raffournier, 1995). Dit belangenconflict wordt veroorzaakt doordat er minder controle uitgeoefend kan worden op het management (Ho en Wong, 2001b; Depoers, 2000). Ondernemingen met een minder geconcentreerde aandeelhoudersstructuur rapporteren dan ook meer vrijwillige informatie (Ho en Wong, 2001b; Depoers, 2000).

2.4 Onderzoeksresultaten

2.4.1 De invloed van de kwaliteit van de gerapporteerde niet-financiële informatie op de kost van het eigen vermogen

Tabel 2.5 biedt voor elk land een overzicht van een aantal beschrijvende statistieken met betrekking tot de kost van het eigen vermogen, de kwaliteit van de niet-financiële informatierapportering en de overige onafhankelijke variabelen. Deze beschrijvende statistieken hebben betrekking op een totale steekproefgrootte van 681 ondernemingen.

De resultaten in tabel 2.5 tonen aan dat de ondernemingen gevestigd in Continentaal Europa een hogere kost van het eigen vermogen hebben in vergelijking met de ondernemingen gevestigd in Noord-Amerika. Deze bevindingen zijn consistent met de conclusies van Hail en Leuz (2006) en tonen aan dat de kapitaalmarkt in Noord-Amerika belangrijker is dan in Continentaal Europa (La Porta et al., 1998). We merken wel op dat de Canadese ondernemingen een hogere kost van het eigen vermogen hebben dan de ondernemingen uit de Verenigde Staten. Een gelijkaardig resultaat wordt vastgesteld door Witmer en Zorn (2007).

Tabel 2.5: Beschrijvende statistieken in de analyse van de kost van het eigen vermogen

Variabele		Gemid-delde	Mini-mum	Maxi-mum	Standaard-afwijking
KEV_i	ALLE (681)[1]	0,122	0,012	0,396	0,064
	CONT. EUROPA (224)	0,137	0,022	0,387	0,061
	BELGIË (30)	0,127	0,039	0,233	0,055
	DUITSLAND (72)	0,145	0,022	0,369	0,064
	FRANKRIJK (90)	0,133	0,025	0,387	0,062
	NEDERLAND (32)	0,143	0,066	0,269	0,060
	NOORD AMERIKA (457)	0,114	0,012	0,396	0,064
	CANADA (124)	0,146	0,024	0,389	0,073
	VERENIGDE STATEN (333)	0,103	0,012	0,396	0,056
RAP_i	ALLE (681)	75,788	0	233	41,312
	CONT. EUROPA (224)	51,899	2	159	32,357
	BELGIË (30)	35,323	4	81	19,668
	DUITSLAND (72)	39,753	4	120	21,908
	FRANKRIJK (90)	74,319	11	159	33,691
	NEDERLAND (32)	31,906	2	83	18,389
	NOORD AMERIKA (457)	87,629	0	233	40,158
	CANADA (124)	66,468	0	178	35,041
	VERENIGDE STATEN (333)	95,485	3	233	39,128
GRO_i[2]	ALLE (681)	18414	36	2379346	96383
	CONT. EUROPA (224)	16512	36	207410	30215
	BELGIË (30)	9658	36	120858	22533
	DUITSLAND (72)	24343	95	207410	41412
	FRANKRIJK (90)	14119	167	139002	24743
	NEDERLAND (32)	12171	128	64371	13630
	NOORD AMERIKA (457)	19360	126	2379346	116053
	CANADA (124)	6708	126	84219	11335
	VERENIGDE STATEN (333)	24057	571	2379346	135478
VAR_i	ALLE (681)	0,159	0,000	1,930	0,214
	CONT. EUROPA (224)	0,335	0,000	1,930	0,273
	BELGIË (30)	0,299	0,000	0,900	0,234
	DUITSLAND (72)	0,333	0,000	1,440	0,251
	FRANKRIJK (90)	0,382	0,010	1,930	0,315
	NEDERLAND (32)	0,243	0,050	1,080	0,194
	NOORD AMERIKA (457)	0,072	0,000	0,810	0,091
	CANADA (124)	0,113	0,000	0,810	0,128
	VERENIGDE STATEN (333)	0,056	0,010	0,560	0,066
$BETA_i$	ALLE (681)	0,830	-0,460	4,200	0,675
	CONT. EUROPA (224)	0,726	-0,050	3,050	0,586
	BELGIË (30)	0,316	-0,050	0,760	0,204
	DUITSLAND (72)	0,492	0,140	1,450	0,300
	FRANKRIJK (90)	1,093	-0,020	3,050	0,693
	NEDERLAND (32)	0,611	0,060	1,610	0,391
	NOORD AMERIKA (457)	0,881	-0,460	4,200	0,710
	CANADA (124)	0,541	-0,010	2,670	0,429
	VERENIGDE STATEN (333)	1,007	-0,460	4,200	0,752
$SCHULD_i$	ALLE (681)	0,586	0,000	0,993	0,192
	CONT. EUROPA (224)	0,623	0,160	0,976	0,155
	BELGIË (30)	0,550	0,160	0,886	0,152
	DUITSLAND (72)	0,650	0,287	0,976	0,150
	FRANKRIJK (90)	0,629	0,226	0,924	0,144

Tabel 2.5: Beschrijvende statistieken in de analyse van de kost van het eigen vermogen (vervolg)

Variabele		Gemid-delde	Mini-mum	Maxi-mum	Standaard-afwijking
	NEDERLAND (32)	0,617	0,160	0,967	0,180
	NOORD AMERIKA (457)	0,567	0,000	0,993	0,206
	CANADA (124)	0,518	0,075	0,911	0,197
	VERENIGDE STATEN (333)	0,585	0,000	0,993	0,206
MBW_i	ALLE (681)	3,269	0,260	37,580	3,211
	CONT. EUROPA (224)	2,509	0,290	14,740	2,275
	BELGIË (30)	1,830	0,300	7,080	1,613
	DUITSLAND (72)	2,427	0,430	14,740	2,115
	FRANKRIJK (90)	2,771	0,290	12,470	2,541
	NEDERLAND (32)	2,601	0,440	11,370	2,313
	NOORD AMERIKA (457)	3,647	0,260	37,580	3,529
	CANADA (124)	2,055	0,260	8,060	1,417
	VERENIGDE STATEN (333)	4,238	0,270	37,580	3,880
$VERLIES_i$	ALLE (681)	0,181	0	1	0,385
	CONT. EUROPA (224)	0,136	0	1	0,344
	BELGIË (30)	0,129	0	1	0,341
	DUITSLAND (72)	0,110	0	1	0,315
	FRANKRIJK (90)	0,185	0	1	0,390
	NEDERLAND (32)	0,063	0	1	0,246
	NOORD AMERIKA (457)	0,203	0	1	0,403
	CANADA (124)	0,266	0	1	0,444
	VERENIGDE STATEN (333)	0,180	0	1	0,384
WBR_i	ALLE (681)	2,004	0,002	76,667	5,997
	CONT. EUROPA (224)	1,607	0,003	56,000	4,754
	BELGIË (30)	0,841	0,032	4,347	0,975
	DUITSLAND (72)	1,043	0,007	10,776	1,892
	FRANKRIJK (90)	1,846	0,005	56,000	6,282
	NEDERLAND (32)	2,948	0,003	24,882	6,086
	NOORD AMERIKA (457)	2,202	0,002	76,667	6,524
	CANADA (124)	2,826	0,055	76,667	9,626
	VERENIGDE STATEN (333)	1,970	0,002	56,000	4,897
$BEURS_i$	ALLE (681)	2,141	1	15	1,601
	CONT. EUROPA (224)	2,719	1	15	2,431
	BELGIË (30)	1,194	1	4	0,641
	DUITSLAND (72)	3,322	1	15	3,144
	FRANKRIJK (90)	3,054	1	11	2,154
	NEDERLAND (32)	1,859	1	6	1,421
	NOORD AMERIKA (457)	1,853	1	6	0,811
	CANADA (124)	2,214	1	6	1,079
	VERENIGDE STATEN (333)	1,719	1,5	5	0,637
ROA_i	ALLE (681)	0,038	-0,172	0,199	0,056
	CONT. EUROPA (224)	0,039	-0,134	0,172	0,051
	BELGIË (30)	0,041	-0,121	0,161	0,052
	DUITSLAND (72)	0,041	-0,064	0,161	0,047
	FRANKRIJK (90)	0,030	-0,134	0,159	0,050
	NEDERLAND (32)	0,057	-0,088	0,172	0,058
	NOORD AMERIKA (457)	0,038	-0,172	0,199	0,058
	CANADA (124)	0,022	-0,166	0,178	0,059
	VERENIGDE STATEN (333)	0,044	-0,172	0,199	0,056
MVA_i	ALLE (681)	0,370	0,002	1,085	0,233
	CONT. EUROPA (224)	0,414	0,006	0,977	0,234
	BELGIË (30)	0,386	0,006	0,938	0,290
	DUITSLAND (72)	0,377	0,019	0,840	0,217

Tabel 2.5: Beschrijvende statistieken in de analyse van de kost van het eigen vermogen (vervolg)

Variabele		Gemid-delde	Mini-mum	Maxi-mum	Standaard-afwijking
	FRANKRIJK (90)	0,479	0,071	0,954	0,191
	NEDERLAND (32)	0,337	0,032	0,977	0,281
	NOORD AMERIKA (457)	0,348	0,002	1,085	0,230
	CANADA (124)	0,427	0,002	0,890	0,253
	VERENIGDE STATEN (333)	0,318	0,012	1,085	0,213
$MEDIA_i$	ALLE (681)	18,613	0	207	20,578
	CONT. EUROPA (224)	9,467	0	207	24,276
	BELGIË (30)	1,233	0	15	3,245
	DUITSLAND (72)	11,384	0	207	34,064
	FRANKRIJK (90)	13,283	0	102	21,865
	NEDERLAND (32)	1,844	0	12	3,254
	NOORD AMERIKA (457)	23,146	0	55	16,740
	CANADA (124)	2,347	0	34	4,694
	VERENIGDE STATEN (333)	30,868	10	55	12,472
ASP_i	ALLE (681)	0,298	0	1	0,458
	CONT. EUROPA (224)	0,696	0	1	0,461
	BELGIË (30)	0,839	0	1	0,374
	DUITSLAND (72)	0,903	0	1	0,298
	FRANKRIJK (90)	0,467	0	1	0,502
	NEDERLAND (32)	0,750	0	1	0,440
	NOORD AMERIKA (457)	0,100	0	1	0,301
	CANADA (124)	0,298	0	1	0,459
	VERENIGDE STATEN (333)	0,027	0	1	0,162

[1] het aantal observaties per land tussen haakjes
[2] bedragen in miljoen
Deze tabel bevat beschrijvende statistieken voor de variabelen KEV_i: de kost van het eigen vermogen van onderneming i; RAP_i: de kwaliteit van de gerapporteerde niet-financiële informatie op de website van onderneming i; GRO_i: de grootte van onderneming i; VAR_i: de voorspellingsvariantie van de financiële analisten die onderneming i volgen; $BETA_i$: het systematisch risico van onderneming i; $SCHULD_i$: de schuldgraad van onderneming i; MBW_i: de verhouding tussen de marktwaarde en de boekwaarde van het eigen vermogen van onderneming i; $VERLIES_i$: het feit of onderneming i verlieslatend is of niet; WBR_i: de variabiliteit in het bedrijfsresultaat van onderneming i; $BEURS_i$: het aantal beursnoteringen van onderneming i; ROA_i: de winstgevendheid van onderneming i; MVA_i: het aandeel van de materiële vaste activa in de totale activa van onderneming i; $MEDIA_i$: de media-aandacht voor onderneming i; ASP_i: de aandeelhoudersstructuur van onderneming i.

De beschrijvende statistieken in tabel 2.5 tonen verder aan dat de kwaliteit van de gerapporteerde niet-financiële informatie hoger is in Noord-Amerika dan in Continentaal Europa. In Continentaal Europa rapporteren vooral de Franse ondernemingen meer niet-financiële informatie op hun websites. We vinden ook dat de ondernemingen in Canada minder niet-financiële informatie rapporteren dan de ondernemingen in de Verenigde Staten.

Tabel 2.5 leert ons verder dat de ondernemingen uit Duitsland en de Verenigde Staten groter zijn dan de ondernemingen van de andere landen. We stellen tevens vast dat de voorspellingsvariantie kleiner is in Noord-Amerika in vergelijking met Continentaal Europa. De schuldgraad is hoger in Continentaal Europa en wordt verklaard doordat deze ondernemingen verhoudingsgewijs meer beroep doen op bankschulden (Alonso et al., 2005). De variabiliteit in de bedrijfsresultaten is groter in Noord-Amerika dan in Continentaal Europa. Dit resultaat wordt vooral gedreven door de ondernemingen uit Canada. Toch vertonen de meeste ondernemingen van Continentaal Europa ook vlakkere bedrijfsresultaten dan de ondernemingen uit de Verenigde Staten. Deze bevinding wordt verklaard doordat de mate van winstmanipulatie in Continentaal Europa groter is (Leuz et al., 2003). De boekhoudstandaarden in deze landen maken het voor ondernemingen makkelijker om de bedrijfsresultaten aan te passen zodanig dat er een vlakker patroon bekomen wordt.

Tabel 2.5 toont verder aan dat de ondernemingen uit de Verenigde Staten meer groei-opportuniteiten hebben. Er zijn wel meer verlieslatende ondernemingen in Noord-Amerika in vergelijking met Continentaal Europa. Hierdoor is de winstgevendheid eveneens kleiner in Noord-Amerika. De resultaten in tabel 2.5 tonen ook aan dat de ondernemingen in Frankrijk en Duitsland een groter aantal beursnoteringen hebben dan de overige landen. We dienen hierbij wel op te merken dat vele van deze ondernemingen op meerdere beursmarkten in Londen en/of de Verenigde Staten staan genoteerd, waardoor er een lichte vertekening is in het aantal beursnoteringen omwille van de hogere waarde die aan deze beursmarkten toegekend wordt. Voorts stellen we vast dat ondernemingen uit Frankrijk en de Verenigde Staten meer media-aandacht verkrijgen. Tenslotte is de aandeelhoudersstructuur in Continentaal Europa meer geconcentreerd. Deze bevinding stellen La Porta et al. (1998) eveneens vast.

Tabel 2.6 bevat de correlatiecoëfficiënten tussen de kost van het eigen vermogen, de kwaliteit van de gerapporteerde niet-financiële informatie op websites en de overige onafhankelijke variabelen.

Tabel 2.6: Pearson en Spearmans' rho correlatiecoëfficiënten tussen de kost van het eigen vermogen en de onafhankelijke variabelen (N=681)

	KEV_i	RAP_i	IO_i	GRO_i	VAR_i	$BETA_i$	$SCHULD_i$	MBW_i	$VERLIES_i$	WBR_i	$BEURS_i$	SEC_EV_i
KEV_i		-0,155***	-0,168***	-0,147***	0,313***	0,216***	0,024	-0,362***	0,379***	0,237***	0,068**	0,323***
RAP_i	-0,199***		0,407***	0,364***	-0,183***	0,251***	0,073**	0,224***	0,093**	0,051	0,026	0,057
IO_i	-0,241***	0,422***		0,072*	-0,592***	0,109***	-0,138***	0,216***	0,082**	0,118***	-0,255***	-0,006
GRO_i	-0,146***	0,359***	0,054		0,098**	0,000	0,417***	-0,033	0,018	0,048	0,330***	-0,159***
VAR_i	0,418***	-0,240***	-0,655***	0,081**		-0,102***	0,207***	-0,318***	0,052	0,007	0,268***	0,111***
$BETA_i$	0,178***	0,269***	0,121***	0,007	-0,129***		-0,209***	0,179***	0,226***	0,211***	0,014	0,272***
$SCHULD_i$	0,014	0,070	-0,123***	0,445	0,222***	-0,130***		-0,129***	0,003	0,001	0,050	-0,160***
MBW_i	-0,372***	0,224***	0,229***	-0,052	-0,398***	0,193***	-0,077**		-0,188***	-0,187***	-0,062	-0,081**
$VERLIES_i$	0,313***	0,093**	0,082**	-0,002	0,065*	0,211***	0,024	-0,187***		0,284***	0,100***	0,202***
WBR_i	0,241***	0,072*	0,116***	0,023	0,020	0,194***	0,052	-0,198***	0,314***		0,011	0,120***
$BEURS_i$	0,009	0,139***	0,001	0,296***	0,105***	0,088**	0,146***	0,006	0,091**	-0,021		0,061
SEC_EV_i	0,328***	0,040	-0,017	-0,156***	0,119***	0,230***	-0,155***	-0,103***	0,203***	0,126***	0,067*	

Deze tabel bevat de Pearson correlatiecoëfficiënten (bovenste tabelhelft) en de Spearman's Rho correlatiecoëfficiënten (onderste tabelhelft) voor de variabelen KEV_i: de kost van het eigen vermogen van onderneming i; RAP_i: de kwaliteit van de gerapporteerde niet-financiële informatie op de website van onderneming i; IO_i: de institutionele omgeving waarin onderneming i gevestigd is; GRO_i: de grootte van onderneming i; VAR_i: de voorspellingsvariantie van de financiële analisten die onderneming i volgen; $BETA_i$: het systematisch risico van onderneming i; $SCHULD_i$: de schuldgraad van onderneming i; MBW_i: de verhouding tussen de marktwaarde en de boekwaarde van het eigen vermogen van onderneming i; $VERLIES_i$: het feit of onderneming i verlieslatend is of niet; WBR_i: de variabiliteit in het bedrijfsresultaat van onderneming i; $BEURS_i$: het aantal beursnoteringen van onderneming i; SEC_EV_i: de sector waartoe onderneming i behoort ; *** significant op 1% niveau; ** significant op 5% niveau; * significant op 10% niveau

Tabel 2.7: Analyse van de kost van het eigen vermogen en de kwaliteit van de informatierapportering per sector

Sector	Aantal observaties	Gemid-delde	Minimum	Maximum	Standaard-afwijking	T-waarde	p-waarde
Kost van het eigen vermogen							
Alle sectoren	681	0,122	0,012	0,396	0,064		
Consumentenproducten – en diensten	226	0,110	0,022	0,389	0,049	-3,448	0,001
Grondstoffen	115	0,157	0,022	0,396	0,076	6,603	0,000
Energie	18	0,103	0,035	0,201	0,049	-1,247	0,213
Industriële vervaardiging	95	0,127	0,012	0,369	0,071	0,738	0,461
Chemie en gezondheid	58	0,099	0,051	0,217	0,029	-2,843	0,005
Nutsvoorzieningen	38	0,080	0,025	0,298	0,061	-4,160	0,000
Technologie	91	0,139	0,023	0,395	0,071	2,685	0,007
Telecom	40	0,122	0,016	0,387	0,066	-0,039	0,969
Kwaliteit van de niet-financiële informatierapportering							
Alle sectoren	681	75,788	0	233	41,312		
Consumentenproducten – en diensten	226	65,842	4	180	37,356	-4,513	0,000
Grondstoffen	115	74,809	0	174	39,434	0,279	0,781
Energie	18	64,722	3	120	38,647	-1,152	0,250
Industriële vervaardiging	95	74,537	9	205	43,409	-0,318	0,751
Chemie en gezondheid	58	77,644	18	170	41,626	0,361	0,718
Nutsvoorzieningen	38	105,737	24	165	32,596	4,668	0,000
Technologie	91	98,055	9	233	42,713	5,645	0,000
Telecom	40	61,756	14	150	36,848	-2,250	0,025

Op basis van tabel 2.6 besluiten we dat de kost van het eigen vermogen lager is naarmate de kwaliteit van de gerapporteerde niet-financiële informatie verhoogt. Tevens hebben risicovolle ondernemingen, zoals verlieslatende ondernemingen, ondernemingen met een hoger structureel risico of ondernemingen met minder groei-opportuniteiten een hogere kost van het eigen vermogen. Het feit dat diverse risicodeterminanten consistent verbonden zijn aan de kost van het eigen vermogen toont de betrouwbaarheid van deze maatstaf aan.

De correlaties in tabel 2.6 tonen voorts aan dat, op de variabele SEC na, alle onafhankelijke variabelen een significante relatie vertonen met de kwaliteit van de niet-financiële informatie op websites. Deze significante bevindingen zijn consistent met eerdere bevindingen uit de literatuur en bevestigen dat de gebruikte informatie-index betrouwbaar is. In tabel 2.6 merken we ook op dat de ondernemingen in Noord-Amerika meer niet-financiële informatie verstrekken op hun website.

We besluiten in tabel 2.6 dus dat enkel de gemiddelde kost van het eigen vermogen van een sector geen significante relatie vertoont met de kwaliteit van de rapportering van niet-financiële informatie. De oorzaak is dat deze variabele controleert voor de sectorinvloeden op de kost van het eigen vermogen, maar niet van de sectorinvloeden op de mate van de rapportering van niet-financiële informatie. Een gedetailleerde weergave van de invloed van elk van de 8 sectoren afzonderlijk op zowel de kwaliteit van de niet-financiële informatierapportering als op de kost van het eigen vermogen wordt weergegeven in tabel 2.7. De t-waarde in deze tabel is het resultaat van een vergelijking tussen de gemiddelde waarde van een bepaalde sector en de gemiddelde waarden van de andere sectoren.

Uit deze tabel leiden we af dat ondernemingen uit de nutsvoorzieningen en de technologiesector meer aandacht besteden aan de kwaliteit van de niet-financiële informatie die zij vrijgeven in vergelijking met de andere sectoren. Ondernemingen uit de nutsvoorzieningensector verstrekken meer niet-financiële informatie omdat deze sector sterk gereguleerd is en een traditie kent om meer informatie te verspreiden (Gao et al., 2005; Watson et al., 2002). De

ondernemingen uit de technologiesector rapporteren eveneens meer niet-financiële informatie omdat de waarde van dergelijke ondernemingen in grotere mate bepaald wordt door informatie van niet-financiële aard (Lennox en Park, 2006; Bozzolan et al., 2003). De gerapporteerde informatie door de ondernemingen actief in de sectoren 'consumptiegoederen- en diensten' en 'telecom' is van mindere kwaliteit in vergelijking met andere sectoren.

Verder concluderen we uit tabel 2.7 dat de minder risicovolle sectoren zoals de sector van de nutsvoorzieningen en de chemische en gezondheidssector een lagere kost van het eigen vermogen hebben. Anderzijds hebben de sectoren die gekenmerkt worden met meer onzekerheid zoals de grondstofsector en de technologiesector te maken met een hogere kost van het eigen vermogen.

Indien we deze resultaten terugkoppelen naar tabel 2.6 kan het insignificante verband tussen de gemiddelde kost van het eigen vermogen per sector en de kwaliteit van de informatierapportering verklaard worden. Enerzijds verkrijgt een sector die veel informatie verschaft, zoals nutsvoorzieningen, een kleinere kost van het eigen vermogen, maar anderzijds heeft een sector die weinig informatie verschaft, zoals de energiesector, eveneens een vrij kleine kost van het eigen vermogen.

De resultaten in tabel 2.7 zijn in het algemeen niet vertekend doordat een sector vooral bestaat uit ondernemingen die gevestigd zijn in één bepaald land. De enige sector met een lichte vertekening is de grondstoffensector. In deze sector is 47% van de ondernemingen gevestigd in Canada, terwijl 24% van alle ondernemingen in de steekproef gevestigd is in Canada. De grondstoffensector telt verhoudingsgewijs minder ondernemingen uit de Verenigde Staten.

De onderzoeksresultaten van de multivariate analyses worden in tabel 2.8 opgenomen. Hierbij worden zowel de resultaten van de 2SLS-methode als de OLS-methode besproken.

Tabel 2.8: Multivariate regressieresultaten van de determinanten op de kost van het eigen vermogen

	Panel A: Alle ondernemingen (N=681)		Panel B: Continentaal Europa (N=224)		Panel C: Noord-Amerika (N=457)	
Variabele	2SLS	OLS	2SLS	OLS	2SLS	OLS
Constante	14,817	23,181	6,902	12,271	6,542	21,389
	2,553**	6,193***	0,967	2,233**	0,840	3,793***
RAP_i	-0,061	-0,018	-0,118	-0,051	-0,068	-0,010
	-2,730***	-3,405***	-2,772***	-4,865***	-3,065***	-1,555*
IO_i	2,041	0,604				
	2,229**	0,981				
GRO_i	-0,339	-0,753	-0,110	-0,294	0,155	-0,635
	-0,125	-4,611***	-0,303	-1,275	0,411	-2,721**
VAR_i	1,114	1,042	0,948	0,780	1,036	0,982
	5,516***	3,639***	2,760***	2,854***	3,960***	2,235***
$BETA_i$	2,573	2,105	5,267	3,976	2,144	1,666
	6,224***	5,334***	4,989***	5,250***	4,832***	3,693***
$SCHULD_i$	4,621	4,301	-0,224	2,046	4,584	4,028
	3,769***	3,336***	-0,081	0,798	3,127***	2,696***
MBW_i	-3,865	-4,583	-3,520	-4,056	-3,955	-5,065
	-5,020***	-5,698***	-2,891***	-3,653***	-4,256***	-4,688***
$VERLIES_i$	3,992	3,828	5,491	5,306	3,238	2,982
	6,866***	5,223***	5,032***	4,362***	4,614***	3,531***
WBR_i	0,483	0,605	-0,276	-0,112	0,753	0,920
	1,463*	1,936**	-0,508	-0,228	1,784**	2,315**
$BEURS_i$	0,024	0,039	0,014	-0,018	-0,534	-0,432
	0,172	0,279	0,086	-0,122	-1,570*	-1,203
SEC_EV_i	0,574	0,513	0,583	0,586	0,731	0,616
	5,260***	4,653***	3,335***	3,188***	6,118***	4,800***
Aangepaste R^2	37,27%	39,06%	34,01%	39,72%	34,02%	41,32%
F-waarde		40,794***		15,824***		33,184***
Durbin Watson	1,950	1,903	2,148	2,069	1,923	1,871

Deze tabel bevat de multivariate regressieresultaten van het volgende model:

$KEV_i = \beta_0 + \beta_1 RAP_i + \beta_2 IO_i + \beta_3 GRO_i + \beta_4 VAR_i + \beta_5 BETA_i + \beta_6 SCHULD_i + \beta_7 MBW_i + \beta_8 VERLIES_i + \beta_9 WBR_i + \beta_{10} BEURS_i + \beta_{11} SEC_i + \varepsilon$

waarbij KEV_i: de kost van het eigen vermogen van onderneming i; RAP_i: de kwaliteit van de gerapporteerde niet-financiële informatie op de website van onderneming i; IO_i: de institutionele omgeving waarin onderneming i gevestigd is; GRO_i: de grootte van onderneming i; VAR_i: de voorspellingsvariantie van de financiële analisten die onderneming i volgen; $BETA_i$: het systematisch risico van onderneming i; $SCHULD_i$: de schuldgraad van onderneming i; MBW_i: de verhouding tussen de marktwaarde en de boekwaarde van het eigen vermogen van onderneming i; $VERLIES_i$: het feit of onderneming i verlieslatend is of niet; WBR_i: de variabiliteit in het bedrijfsresultaat van onderneming i; $BEURS_i$: het aantal beursnoteringen van onderneming i; SEC_EV_i: de sector waartoe onderneming i behoort; ε: de restterm

Deze tabel bevat de betacoëfficiënten (bovenaan) met de t-waarden (onderaan); *** significant op 1% niveau; ** significant op 5% niveau; * significant op 10% niveau

Panel A van tabel 2.8 bevat de multivariate 2SLS en OLS regressieresultaten van een model waarbij alle ondernemingen – uit zowel Continentaal Europa als Noord-Amerika – opgenomen worden. We controleren voor de institutionele omgeving waartoe de onderneming behoort door middel van een dummy variabele. Panel B van tabel 2.8 bevat de multivariate regressieresultaten voor de ondernemingen in Continentaal Europa en panel C van tabel 2.8 bevat de multivariate regressieresultaten voor de ondernemingen in Noord-Amerika.

In panel A van tabel 2.8 stellen we vast dat de kost van het eigen vermogen negatief gerelateerd is aan de kwaliteit van de niet-financiële informatierapportering. Dit onderzoeksresultaat wordt zowel bij de 2SLS als bij de OLS analyse gevonden. Deze resultaten zijn consistent met de empirische bevindingen van eerdere studies zoals Cheng et al. (2006a) of Poshakwale en Courtis (2005). De bevindingen in panel B en panel C van tabel 2.8 tonen verder aan dat zowel de ondernemingen in Continentaal Europa als in Noord-Amerika kunnen genieten van een lagere kost van het eigen vermogen wanneer zij meer niet-financiële informatie verstrekken. De onderzoeksresultaten bevestigen de hypothese 2.1. De investeerders in beide institutionele omgevingen ervaren minder onzekerheid naarmate een onderneming meer niet-financiële informatie rapporteert, waardoor ze een kleinere risicopremie vragen. Hierdoor vermindert de kost van het eigen vermogen.

Diverse variabelen die controleren voor het risicoprofiel van de onderneming vertonen het gewenste verband. Panel A van tabel 2.8 toont aan dat de ondernemingen een kleinere kost van het eigen vermogen verkrijgen wanneer de voorspellingen van de financiële analisten meer in overeenstemming zijn met elkaar. Deze variabele vertoont ook in Continentaal Europa eenzelfde verband (panel B). Deze bevinding betekent dat financiële analisten ook in minder ontwikkelde kapitaalmarkten een invloed hebben op beleggers en investeerders. De resultaten tonen verder aan dat de kost van het eigen vermogen ook gerelateerd is aan de voorspellingsvariantie van financiële analisten in Noord-Amerika (panel C).

Andere indicatoren voor het risicoprofiel van een onderneming vertonen zowel in Continentaal Europa als in Noord-Amerika de verwachte relaties. Zo is er een positieve relatie vast te stellen tussen de kost van het eigen vermogen en het structureel risico of de betacoëfficiënt van de onderneming. Verlieslatende ondernemingen en ondernemingen met minder groeimogelijkheden hebben eveneens een hogere kost van het eigen vermogen. De kost van het eigen vermogen is verder positief gerelateerd aan de schuldgraad en aan de variabiliteit van de bedrijfsresultaten. Deze laatste verbanden zijn evenwel enkel significant voor de ondernemingen die gevestigd zijn in Noord-Amerika (panel C, tabel 2.8).

Voorts heeft de sector waartoe de onderneming behoort eveneens een invloed op de kost van het eigen vermogen. Dit verband wijst erop dat ondernemingen actief in bepaalde sectoren die als risicovoller worden ingeschat een significant hogere kost van het eigen vermogen aangerekend krijgen. Het feit dat een onderneming genoteerd is op meerdere beursmarkten heeft geen invloed op de kost van het eigen vermogen in Continentaal Europa (panel B, tabel 2.8). We stellen wel een licht negatief verband vast in Noord-Amerika (panel C, tabel 2.8). Dit resultaat is consistent met de verwachtingen.

In panel A van tabel 2.8 stellen we verder vast dat de dummy variabele die controleert voor de institutionele omgeving waartoe de onderneming behoort, een positief verband heeft met de kost van het eigen vermogen. Onze resultaten suggereren dat de ondernemingen uit Noord-Amerika een hogere kost van het eigen vermogen aangerekend krijgen in vergelijking met de ondernemingen uit Continentaal Europa. Deze bevinding is in tegenstelling met de verwachtingen, maar wordt verklaard doordat de ondernemingen uit Canada een hogere kost van het eigen vermogen hebben (tabel 2.5). Een mogelijke verklaring hiervoor is dat de Canadese ondernemingen in de steekproef gemiddeld vrij klein zijn in vergelijking met andere ondernemingen uit de steekproef (tabel 2.5). Indien de Canadese ondernemingen uit de analyse worden gelaten, heeft de institutionele omgeving geen significante invloed op de kost van het eigen vermogen. De overige variabelen in het regressiemodel wijzigen niet wanneer de Canadese ondernemingen niet in het model worden opgenomen.

Verder vertoont de grootte van de onderneming in de 2SLS analyse het verwachte negatieve verband, maar de variabele is niet significant. Onder toepassing van de OLS-analyse is de kost van het eigen vermogen wel significant kleiner voor de grotere ondernemingen (panel A, tabel 2.8). In Continentaal Europa is de kost van het eigen vermogen niet significant gerelateerd aan de grootte van de onderneming (panel B, tabel 2.8). Deze onderzoeksresultaten zijn analoog aan de bevindingen van Gietzmann en Ireland (2005). In Noord-Amerika is er enkel een betekenisvol verband onder toepassing van de OLS-methode. Het insignificante verband van de grootte-variabele in de 2SLS analyse wordt verklaard door de correlatie die deze variabele heeft met de kwaliteit van de niet-financiële informatierapportering. In de 2SLS-analyse wordt immers de geschatte waarde van de kwaliteit van de niet-financiële informatie opgenomen, die onder meer bepaald wordt door de grootte van de onderneming.

In de bovenstaande analyse maken we gebruik van de totale score van de kwaliteit van de niet-financiële informatierapportering. In tabel 2.9 bestuderen we de invloed van de zes informatierubrieken (zie onderdeel 2.3.3) op de kost van het eigen vermogen. We willen met deze analyse onderzoeken of de deelnemers aan de kapitaalmarkt een groter belang hechten aan een bepaald type van niet-financiële informatie. Tabel 2.9 bevat enkel de betacoëfficiënt en de t-waarde van de zes informatierubrieken die elk afzonderlijk in het multivariate model gerelateerd worden aan de kost van het eigen vermogen. In tabel 2.9 worden de resultaten van de controlevariabelen niet opgenomen, maar deze zijn analoog aan de bevindingen van tabel 2.8.

Tabel 2.9: Multivariate regressieresultaten van de determinanten op de kost van het eigen vermogen: analyse per informatiecategorie

	Panel A: Alle ondernemingen (N=681)		Panel B: Continentaal Europa (N=224)		Panel C: Noord-Amerika (N=457)	
	2SLS	OLS	2SLS	OLS	2SLS	OLS
R_CGOV_i	-0,229	-0,094	-0,356	-0,156	-0,332	-0,085
	-2,269**	-4,492***	-2,217**	-4,548***	-2,918**	-3,130**
R_KLANT	-0,365	-0,053	-0,475	-0,133	-0,303	-0,036
	-2,416**	-3,136***	-2,213**	-3,111***	-2,284***	-1,955**
R_HIC_i	-0,215	-0,020	-0,936	-0,085	-0,197	-0,002
	-2,803**	-1,152	-2,011**	-1,816**	-2,906***	-0,101
R_EFF_i	-0,762	-0,021	-1,168	-0,175	-0,142	0,018
	-1,210	-0,714	-1,787**	-3,516***	-0,434	0,660
R_INN_i	-0,443	-0,042	-0,725	-0,237	-0,032	0,007
	-1,294*	-1,756**	-2,906***	-4,467***	-0,442	0,258
R_MV_i	-0,167	-0,014	-0,153	-0,066	-0,165	-0,011
	-2,598***	-0,946	-1,294*	-1,501*	-2,479**	-0,662

Deze tabel bevat de multivariate regressieresultaten van het volgende model:

$KEV_i = \beta_0 + \beta_1 R\_CAT_i + \beta_2 IO_i + \beta_3 GRO_i + \beta_4 VAR_i + \beta_5 BETA + \beta_6 SCHULD_i + \beta_7 MBW_i + \beta_8 VERLIES_i + \beta_9 WBR_i + \beta_{10} BEURS_i + \beta_{11} SEC_i + \varepsilon$

waarbij KEV_i: de kost van het eigen vermogen van onderneming i; R_CAT_i: de kwaliteit van de gerapporteerde niet-financiële informatie van de informatiecategorie CAT op de website van onderneming i met CAT= CGOV: corporate governance; KLANT: waarde voor de klant; HIC: humaan en intellectueel kapitaal; EFF: productiviteit; INN: innovatie, onderzoek en ontwikkeling en groei; MV: maatschappelijke verslaggeving; IO_i: de institutionele omgeving waarin onderneming i gevestigd is; GRO_i: de grootte van onderneming i; VAR_i: de voorspellingsvariantie van de financiële analisten die onderneming i volgen; $BETA_i$: het systematisch risico van onderneming i; $SCHULD_i$: de schuldgraad van onderneming i; MBW_i: de verhouding tussen de marktwaarde en de boekwaarde van het eigen vermogen van onderneming i; $VERLIES_i$: het feit of onderneming i verlieslatend is of niet; WBR_i: de variabiliteit in het bedrijfsresultaat van onderneming i; $BEURS_i$: het aantal beursnoteringen van onderneming i; SEC_EV_i: de sector waartoe onderneming i behoort; ε: de restterm

Deze tabel bevat de betacoëfficiënten (bovenaan) met de t-waarden (onderaan); *** significant op 1% niveau; ** significant op 5% niveau; * significant op 10% niveau

Op basis van panel B van tabel 2.9 besluiten we dat de ondernemingen in Continentaal Europa kunnen genieten van een lagere kost van het eigen vermogen wanneer zij meer aandacht schenken aan elk van de zes informatierubrieken. In Noord-Amerika daarentegen zal een onderneming die meer moeite doet om informatie over de productiviteit of over innovatie en onderzoek en ontwikkeling te verschaffen verslaggeving geen vermindering realiseren van de kost van het eigen vermogen (panel C, tabel 2.9). Een mogelijke verklaring hiervoor is een beperkte spreiding in de kwaliteit van de gerapporteerde informatie tussen de geanalyseerde ondernemingen. De overige informatierubrieken zijn in Noord-Amerika, op basis van de 2SLS-methode, wel significant gerelateerd aan de kost van het eigen vermogen. We kunnen

concluderen dat de rapportering van niet-financiële informatie meer voordelen oplevert voor ondernemingen in Continentaal Europa dan in Noord-Amerika. De onderzoeksresultaten voor de maatschappelijke verslaggeving zijn dienaangaande opmerkelijk. Ondernemingen rapporteren deze informatie eerder op vraag van andere belanghebbenden dan investeerders zoals mensenrechtenorganisaties, milieubewegingen of vakbonden. Toch blijken de investeerders in zowel Continentaal Europa als in Noord-Amerika een kleinere kost van het eigen vermogen aan te rekenen indien ondernemingen meer gegevens rapporteren over deze informatiecategorie. Onze onderzoeksresultaten zijn hiermee in tegenstelling met de bevindingen van Richardson en Welker (2001) die een positieve relatie vaststellen.

Additionele analyses

In het basismodel (tabel 2.8) houden we geen rekening met de kwaliteit van financiële informatie die publiek beschikbaar is. Omdat we voor elke onderneming geen specifieke gegevens hebben over de kwaliteit van de publieke financiële informatie, benaderen we deze variabele door het aantal analisten dat een onderneming volgt. Roulstone (2003) en Imhoff en Lobo (1992) vinden dat deze maatstaf een goede benadering is voor de publiek beschikbare informatie. Lys en Soo (1995) benadrukken immers dat de kosten voor financiële analisten om informatie te verzamelen en te interpreteren verminderen naarmate de kwaliteit van de publiek beschikbare informatie verbetert. Hierdoor verhoogt het aantal financiële analisten dat een onderneming volgt. Moyer et al. (1989) benadrukken eveneens dat het management van een onderneming beter gecontroleerd wordt naarmate meer financiële analisten de onderneming volgen. Hierdoor verminderen de agencykosten en de transactiekosten, waardoor investeerders een kleinere risicopremie vragen.

Indien we het aantal financiële analisten dat een onderneming volgt, opnemen in het basismodel dienen we evenwel rekening te houden met de endogeniteit die er is tussen het aantal financiële analisten en de mate waarin ondernemingen niet-financiële informatie rapporteren (Tong, 2007; Hope, 2003c). Enerzijds

oefenen financiële analisten meer druk uit op ondernemingen om meer gegevens te verspreiden. Anderzijds wensen ondernemingen meer analisten aan te trekken door vrijwillig meer informatie te rapporteren. Omwille van de endogeniteit tussen de niet-financiële informatierapportering en de kost van het eigen vermogen enerzijds, en tussen het aantal analisten dat een onderneming volgt en de kwaliteit van de niet-financiële informatierapportering anderzijds, wordt een 3SLS model toegepast. In een 3SLS vergelijking worden alle afhankelijke variabelen beschouwd als een endogene variabele. De exogene variabelen worden alle beschouwd als instrumentele variabelen.

De afhankelijke variabelen in het 3SLS model zijn de kost van het eigen vermogen, de kwaliteit van de niet-financiële informatierapportering en het aantal financiële analisten dat een onderneming volgt. De volgende 3 equaties worden simultaan geschat, waarbij de selectie van de exogene variabelen is gebeurd op basis van eerdere bevindingen uit de literatuur. De omschrijving en de definiëring van de exogene variabelen zijn opgenomen in de tabellen 2.3 en 2.4.

Equatie 1: Invloed op de kost van het eigen vermogen (KEV_i)

$$KEV_i = \beta_0 + \beta_1 RAP_i + \beta_2 IO_i + \beta_3 AA_i + \beta_4 VAR_i + \beta_5 BETA_i + \beta_6 SCHULD_i + \beta_7 MBW_i + \beta_8 VERLIES_i + \beta_9 WBR_i + \beta_{10} SEC\_EV_i + \varepsilon$$

In equatie 1 wordt de kost van het eigen vermogen gerelateerd aan de kwaliteit van de niet-financiële informatierapportering, het aantal financiële analisten dat een onderneming volgt (de variabele 'AA_i') en een aantal exogene variabelen die controleren voor het risico van een onderneming. Deze laatste variabelen zijn de voorspellingsvariantie bij financiële analisten, het structureel risico, de schuldgraad, de groei-opportuniteiten van een onderneming, het feit of een onderneming verlieslatend is, de variabiliteit in de bedrijfsresultaten en de sector. Dit model verschilt van het basismodel van tabel 2.8 doordat de variabelen die controleren voor de grootte en het aantal beursnoteringen niet opgenomen worden om geen overspecificatie van deze equatie te verkrijgen.

Equatie 2: Invloed op de kwaliteit van de informatierapportering (RAP_i)

$$RAP_i = \beta_0 + \beta_1 GRO_i + \beta_2 SCHULD_i + \beta_3 ROA_i + \beta_4 MVA_i + \beta_5 MEDIA_i + \varepsilon$$

Equatie 2 bevat onafhankelijke variabelen die in de literatuur een verband vertonen met de kwaliteit van de informatierapportering door een onderneming. Zo verwachten we dat grotere ondernemingen meer informatie rapporteren omdat zij een groter aantal belanghebbenden hebben die informatie wensen over de onderneming (Inchausti, 1997; Lang en Lundholm, 1993). De schuldgraad kan zowel positief (omwille van de hogere agencykosten) als negatief (omwille van een gebrek aan financiële middelen om de kosten van de informatieverstrekking te dekken) gerelateerd zijn aan de kwaliteit van de informatieverstrekking. De overige variabelen, namelijk de winstgevendheid van een onderneming, het aandeel van de materiële vaste activa in de totale activa en de media-aandacht zijn reeds besproken geweest als instrumentele variabelen in de 2SLS-analyse.

Equatie 3: Invloed op het aantal analisten dat een onderneming volgt (AA_i)

$$AA_i = \beta_0 + \beta_1 GRO_i + \beta_2 BETA_i + \beta_3 BEURS_i + \beta_4 ASP_i + \varepsilon$$

We verwachten dat de grotere ondernemingen aantrekkelijker zijn om te volgen omdat de verhandelingsopbrengsten groter zijn (Ackert en Athanassakos, 2003; Healy et al., 1999; Lang en Lundholm, 1993). Verder verkiezen financiële analisten om ondernemingen te volgen met een hoger risicoprofiel omdat deze ondernemingen eveneens meer verhandelingsopbrengsten opleveren (Ackert en Athanassakos, 2003; Bhushan, 1989). Lang et al. (2003) en Baker et al. (2002) vinden verder dat een groter aantal analisten een onderneming volgt indien de onderneming op meerdere beursmarkten genoteerd zijn. Tenslotte zullen ondernemingen met een eerder geconcentreerde eigendomsstructuur een kleiner aantal financiële analisten aantrekken omdat de verhandelingsopbrengsten kleiner zijn (Hope, 2003). Bovendien zijn zowel de agencykosten als de kosten om informatie te verzamelen groter bij

ondernemingen met een geconcentreerde aandeelhoudersstructuur (Hope, 2003c; Lang et al., 2003).

De onderzoeksresultaten van de 3SLS analyse worden gepresenteerd in tabel 2.10. Panel A van tabel 2.10 bevat de resultaten waarbij alle ondernemingen in het model opgenomen worden. Panel B toont de resultaten voor de ondernemingen uit Continentaal Europa en panel C presenteert de resultaten voor de ondernemingen uit Noord-Amerika.

De resultaten in panel A van tabel 2.10 tonen aan dat de kwaliteit van de niet-financiële informatierapportering negatief verbonden is aan de kost van het eigen vermogen. Indien we controleren voor de publiek beschikbare financiële informatie, blijven de onderzoeksresultaten aantonen dat ondernemingen een lagere kost van het eigen vermogen verkrijgen naarmate zij meer niet-financiële informatie verstrekken op hun websites. Deze bevindingen gelden zowel in Continentaal Europa als in Noord-Amerika.

In tabel 2.10 kunnen we besluiten dat het aantal financiële analisten dat een onderneming volgt geen invloed heeft op de kost van het eigen vermogen. Deze bevinding wordt ook door Gietzmann en Ireland (2005) vastgesteld. De overige controlevariabelen die gerelateerd worden aan de kost van het eigen vermogen vertonen dezelfde relaties als in de 2SLS analyse met uitzondering van de dummy variabele die controleert voor de institutionele omgeving waartoe een onderneming behoort. Deze variabele is niet meer significant onder toepassing van de 3SLS methode.

We stellen in tabel 2.10 verder vast dat de kwaliteit van de gerapporteerde niet-financiële informatie beter is voor grotere ondernemingen en voor ondernemingen die meer media-aandacht verkrijgen. Deze bevindingen zijn consistent in Continentaal Europa als in Noord-Amerika. Bovendien verschaffen de ondernemingen in Continentaal Europa met verhoudingsgewijs meer materiële vaste activa meer niet-financiële informatie (panel B). In Noord-Amerika rapporteren de minder winstgevende ondernemingen dan weer minder niet-financiële informatie (panel C).

Tabel 2.10: 3SLS analyse van de determinanten op de kost van het eigen vermogen

	Panel A: Alle ondernemingen (N=681)			Panel B: Continentaal Europa (N=224)			Panel C: Noord-Amerika (N=457)		
	KEV_i	RAP_i	AA_i	KEV_i	RAP_i	AA_i	KEV_i	RAP_i	AA_i
Constante	10,184***	-85,360***	-33,386***	9,597***	-22,341	-21,886***	11,756***	-143,728***	-41,027***
RAP_i	-0,073***			-0,127***			-0,075***		
IO_i	1,384								
AA_i	-0,054			0,061			0,027		
VAR_i	1,017***			0,806***			0,893***		
$BETA_i$	2,770***		3,998***	4,250***		3,440***	2,101***		3,448***
$SCHULD_i$	4,103***			-0,954			4,405***		
MBW_i	-4,457***			-4,355***			-4,718***		
$VERLIES_i$	4,064***			5,218***			3,237***		
WBR_i	0,571**			-0,110			0,935**		
SEC_EV_i	0,519***			0,564***			0,518***		
GRO_i		6,939***	1,891***		2,903**	1,408***		9,668***	2,444***
$SCHULD_i$		-6,652			-5,241			6,035	
ROA_i		-36,654*			17,868			-67,653**	
MVA_i		-5,820			20,787**			-6,210	
$MEDIA_i$		0,713***			0,374***			0,669***	
$BEURS_i$			0,953***			1,408***			1,552***
ASP_i			-0,425			-0,712			-3,802***
Aangepaste R^2	33,95%	25,56%	27,44%	34,12%	17,55%	37,36%	32,57%	26,89%	29,81%

Tabel 2.10: 3SLS analyse van de determinanten op de kost van het eigen vermogen (vervolg)

Deze tabel bevat de 3SLS multivariate regressieresultaten van de volgende modellen:

$KEV_i = \beta_0 + \beta_1 RAP_i + \beta_2 IO_i + \beta_3 AA_i + \beta_4 VAR_i + \beta_5 BETA_i + \beta_6 SCHULD_i + \beta_7 MBW_i + \beta_8 VERLIES_i + \beta_9 WBR_i + \beta_{10} SEC\_EV_i + \varepsilon$

$RAP_i = \beta_0 + \beta_1 GRO_i + \beta_2 SCHULD_i + \beta_3 ROA_i + \beta_4 MVA_i + \beta_5 MEDIA_i + \varepsilon$

$AA_i = \beta_0 + \beta_1 GRO_i + \beta_2 BETA_i + \beta_3 BEURS_i + \beta_4 ASP_i + \varepsilon$

waarbij KEV_i: de kost van het eigen vermogen van onderneming i; RAP_i: de kwaliteit van de gerapporteerde niet-financiële informatie op de website van onderneming i; IO_i: de institutionele omgeving waarin onderneming i gevestigd is; AA_i: het aantal analisten dat onderneming i volgt; GRO_i: de grootte van onderneming i; VAR_i: de voorspellingsvariantie van de financiële analisten die onderneming i volgen; $BETA_i$: het systematisch risico van onderneming i; $SCHULD_i$: de schuldgraad van onderneming i; MBW_i: de verhouding tussen de marktwaarde en de boekwaarde van het eigen vermogen van onderneming i; $VERLIES_i$: het feit of onderneming i verlieslatend is of niet; WBR_i: de variabiliteit in het bedrijfsresultaat van onderneming i; SEC_EV_i: de sector waartoe onderneming i behoort ; ROA_i: de winstgevendheid van onderneming i; MVA_i: het aandeel van de materiële vaste activa in de totale activa van onderneming i; $MEDIA_i$: de media-aandacht voor onderneming i; $BEURS_i$: het aantal beursnoteringen van onderneming i; ASP_i: de aandeelhoudersstructuur van onderneming i; ε: de restterm

Deze tabel bevat enkel de betacoëfficiënten; *** significant op 1% niveau; ** significant op 5% niveau; * significant op 10% niveau

De resultaten in tabel 2.10 tonen ook aan dat grotere ondernemingen meer financiële analisten aantrekken. Een groter aantal financiële analisten volgen ondernemingen die risicovoller zijn en die genoteerd staan op een groter aantal beursmarkten. Deze onderzoeksresultaten stellen we zowel in Continentaal Europa als in Noord-Amerika vast. Bovendien vinden we in Noord-Amerika dat een kleiner aantal financiële analisten ondernemingen volgen met een geconcentreerde aandeelhoudersstructuur (panel C).

In een tweede bijkomende analyse vervangen we in het basismodel van tabel 2.8, de dummy variabele die controleert voor de institutionele omgeving door dummy variabelen die controleren voor de invloed van elk land afzonderlijk. De onderzoeksresultaten in tabel 2.11 tonen nog steeds aan dat de kost van het eigen vermogen verklaard wordt door de kwaliteit van de niet-financiële informatierapportering. We merken ook op dat de ondernemingen in Canada en in Duitsland een hogere kost van het eigen vermogen hebben. De meeste controlevariabelen vertonen een identieke relatie als in de oorspronkelijke analyse. De onderzoeksbevindingen in Noord-Amerika tonen wel aan dat het aantal beursnoteringen van een onderneming een significante verlaging van de kost van het eigen vermogen met zich meebrengen.

Tenslotte vervangen we in het basismodel de continue variabele die controleert voor de sector door dummy variabelen voor elke individuele sector. Op basis van de bevindingen in tabel 2.12 besluiten we nog steeds dat de kost van het eigen vermogen negatief beïnvloed wordt door de kwaliteit van de gerapporteerde niet-financiële informatie. We vinden interessante resultaten voor de impact van de sector op de kost van het eigen vermogen. Zo hebben de ondernemingen uit de sector 'nutsvoorzieningen' een lagere kost van het eigen vermogen in Continentaal Europa. In Noord-Amerika krijgen de ondernemingen uit de grondstofsector, de industriële sector, de chemie- en gezondheidssector en de technologiesector een hogere kost van het eigen vermogen. De onderzoeksresultaten tonen dus aan dat de impact van de sector afhankelijk is van de institutionele omgeving waartoe de onderneming behoort.

Tabel 2.11: Multivariate regressieresultaten van de determinanten op de kost van het eigen vermogen: sensitiviteitsanalyse per land

	Panel A: Alle onder-nemingen (N=681)		Panel B: Continen-taal Europa (N=224)		Panel C: Noord-Amerika (N=457)	
Variabele	2SLS	OLS	2SLS	OLS	2SLS	OLS
Constante	17,532	22,544	6,883	17,317	11,885	17,553
	2,385**	5,711***	0,734	3,135***	1,635**	2,962**
RAP_i	-0,045	-0,008	-0,109	-0,024	-0,032	-0,006
	-1,798**	-1,480*	-1,925**	-1,984**	-1,426*	-0,986
GRO_i	-0,498	-0,738	0,074	-0,545	-0,097	-0,395
	-1,470*	-4,353***	0,152	-2,328**	-0,277	-1,577*
VAR_i	1,023	0,982	0,908	0,854	0,942	0,901
	5,167***	3,475***	2,764***	2,918***	3,836***	2,165**
$BETA_i$	2,758	2,664	5,294	5,000	2,170	2,027
	7,435***	6,287***	6,681***	6,356***	5,240***	4,304***
$SCHULD_i$	4,791	4,766	-0,109	2,513	4,661	4,498
	4,082***	3,663***	-0,036	1,009	3,417***	2,995***
MBW_i	-3,891	-4,187	-3,696	-4,591	-3,982	-4,279
	-4,999***	-5,418***	-2,849***	-4,063***	-4,606***	-4,279***
$VERLIES_i$	3,881	3,786	5,529	5,489	3,051	2,944
	6,851***	5,242***	5,178***	4,684***	4,661***	3,537***
WBR_i	0,493	0,541	-0,217	-0,177	0,772	0,842
	1,563*	1,734**	-0,411	-0,369	1,969**	2,113**
$BEURS_i$	-0,080	-0,076	-0,072	-0,083	-0,781	-0,802
	-0,553	-0,535***	-0,420	-0,538	-2,342**	-2,155**
SEC_EV_i	0,462	0,399	0,584	0,480	0,622	0,564
	3,592***	3,466***	3,109***	2,653***	5,342***	4,289***
DUI_i	1,925	2,190	1,673	1,940		
	1,640*	1,869***	1,392*	1,637*		
FRA_i	-0,123	-0,795	0,562	-2,064		
	-0,088	-0,722	0,262	-1,678**		
NED_i	1,388	1,865	-0,066	1,004		
	0,986	1,524*	-0,043	0,853		
CAN_i	3,041	2,379				
	2,288**	2,214**				
VS_i	1,104	-0,062			-1,931	-2,386
	0,638	-0,056			-2,466**	-3,166***
Aangepaste R^2	39,64%	41,13%	35,45%	43,81%	41,06%	42,70%
F-waarde		32,816***		14,492***		31,954***
Durbin Watson	1,955	1,903	2,181	2,131	1,913	1,888

Deze tabel bevat de multivariate regressieresultaten van het volgende model:

$$KEV_i = \beta_0 + \beta_1 RAP_i + \beta_2 GRO_i + \beta_3 VAR_i + \beta_4 BETA_i + \beta_5 SCHULD_i + \beta_6 MBW_i + \beta_7 VERLIES_i + \beta_8 WBR_i + \beta_9 BEURS_i + \beta_{10} SEC\_EV_i + \beta_{11} DUI_i + \beta_{12} FRA_i + \beta_{13} NED_i + \beta_{14} CAN_i + \beta_{15} VS_i + \varepsilon$$

waarbij KEV_i: de kost van het eigen vermogen van onderneming i; RAP_i: de kwaliteit van de gerapporteerde niet-financiële informatie op de website van onderneming i; GRO_i: de grootte van onderneming i; VAR_i: de voorspellingsvariantie van de financiële analisten die onderneming i volgen; $BETA_i$: het systematisch risico van onderneming i; $SCHULD_i$: de schuldgraad van onderneming i; MBW_i: de verhouding tussen de marktwaarde en de boekwaarde van het eigen vermogen van onderneming i; $VERLIES_i$: het feit of onderneming i verlieslatend is of niet; WBR_i: de variabiliteit in het bedrijfsresultaat van onderneming i; $BEURS_i$: het aantal beursnoteringen van onderneming i; SEC_EV_i: de sector waartoe onderneming i behoort; DUI_i : Duitsland; FRA_i: Frankrijk; NED_i: Nederland; CAN_i: Canada; VS_i: Verenigde Staten; ε: de restterm; Deze tabel bevat de betacoëfficiënten (bovenaan) met de t-waarden (onderaan); *** significant op 1% niveau; ** significant op 5% niveau; * significant op 10% niveau

Tabel 2.12: Multivariate regressieresultaten van de determinanten op de kost van het eigen vermogen: sensitiviteitsanalyse per sector

	Panel A: Alle ondernemingen (N=681)		Panel B: Continentaal Europa (N=224)		Panel C: Noord-Amerika (N=457)	
Variabele	2SLS	OLS	2SLS	OLS	2SLS	OLS
Constante	20,723	28,084	16,072	20,3452	-5,058	25,668
	3,329***	8,276***	2,347**	4,270**	-0,325	5,156***
RAP_i	-0,058	-0,017	-0,112	-0,052	-0,142	-0,008
	-2,011**	-3,082***	-2,623***	-4,656***	-2,284**	-1,253
IO_i	1,830	0,488				
	1,719**	0,786				
GRO_i	-0,421	-0,789	-0,009	-0,358	1,020	-0,612
	-1,387*	-4,851***	-0,024	-1,528	1,261	-2,691***
VAR_i	1,090	1,008	0,826	0,729	1,152	0,987
	5,267***	3,533***	2,456**	2,524**	3,451***	2,308***
$BETA_i$	2,776	2,466	5,828	4,549	2,016	1,968
	6,286***	5,200***	5,074***	5,396***	3,299***	3,210***
$SCHULD_i$	5,463	4,932	0,697	2,539	8,236	4,679
	4,213***	3,771***	0,229	0,971	3,286***	3,097***
MBW_i	-4,297	-5,006	-3,310	-4,035	-3,674	-5,998
	-4,871***	-6,083***	-2,435**	-3,358**	-2,373**	-5,265***
$VERLIES_i$	4,022	3,852	5,917	5,671	3,228	2,837
	6,860***	5,263***	5,275***	4,796***	3,670***	3,350***
WBR_i	0,525	0,645	-0,122	-0,024	0,508	0,934
	1,591*	2,103**	-0,229	-0,050	0,924	2,401**
$BEURS_i$	0,055	0,050	0,017	-0,003	-0,419	-0,404
	0,389	0,361	0,106	-0,0253	-0,998	-1,123
CON_i	1,491	1,104	-0,262	0,240	2,711	1,330
	1,149	1,163	-0,089	0,113	1,427*	1,228
$GROND_i$	4,456	3,625	0,875	0,976	8,957	5,168
	3,093***	3,352***	0,287	0,441	3,477***	4,017***
IND_i	2,689	2,091	2,409	2,896	3,615	1,454
	1,924**	2,018**	0,770	1,213	1,694**	1,269
CGZ_i	3,121	2,421	0,382	1,200	5,710	2,657
	2,096**	2,295**	0,116	0,541	2,314***	2,116**
NUT_i	-0,091	-1,515	-6,221	-5,414	2,882	-1,826
	-0,051	-1,185	-1,647**	-1,748**	0,956	-1,230
TEC_i	3,608	2,254	0,751	1,813	9,611	2,349
	2,114**	1,895**	0,228	0,757	2,433***	1,648**
TEL_i	-0,219	-0,548	-2,767	-1,843	-0,552	-1,084
	-0,144	-0,458	-0,859	-0,798	-0,233	-0,671
Aangepaste R^2	36,72%	40,21%	35,93%	40,72%	21,38%	42,65%
F-waarde		28,014***		10,695***		22,240***
Durbin Watson	1,963	1,909	2,114	2,037	1,933	1,905

Tabel 2.12: Invloed van de kwaliteit van de informatieverstrekking op de kost van het eigen vermogen: sensitiviteitsanalyse per sector (vervolg)

Deze tabel bevat de multivariate regressieresultaten van het volgende model:

$$KEV_i = \beta_0 + \beta_1 RAP_i + \beta_2 IO_i + \beta_3 GRO_i + \beta_4 VAR_i + \beta_5 BETA_i + \beta_6 SCHULD_i + \beta_7 MBW_i + \beta_8 VERLIES_i + \beta_9 WBR_i + \beta_{10} BEURS_i + \beta_{11} CON_i + \beta_{12} GROND_i + \beta_{13} IND_i + \beta_{14} CGZ_i + \beta_{15} NUT_i + \beta_{16} TEC + \beta_{17} TEL_i + \varepsilon$$

waarbij KEV_i: de kost van het eigen vermogen van onderneming i; RAP_i: de kwaliteit van de gerapporteerde niet-financiële informatie op de website van onderneming i; IO_i: de institutionele omgeving waarin onderneming i gevestigd is; GRO_i: de grootte van onderneming i; VAR_i: de voorspellingsvariantie van de financiële analisten die onderneming i volgen; $BETA_i$: het systematisch risico van onderneming i; $SCHULD_i$: de schuldgraad van onderneming i; MBW_i: de verhouding tussen de marktwaarde en de boekwaarde van het eigen vermogen van onderneming i; $VERLIES_i$: het feit of onderneming i verlieslatend is of niet; WBR_i: de variabiliteit in het bedrijfsresultaat van onderneming i; $BEURS_i$: het aantal beursnoteringen van onderneming i; CON_i: consumptiegoederen en –diensten; $GROND_i$: grondstoffen; IND_i: industriële sector; CGZ_i: chemie- en gezondheidssector; NUT_i: nutsvoorzieningen; TEC_i: technologie; TEL_i: telecom; ε: de restterm

Deze tabel bevat de betacoëfficiënten (bovenaan) met de t-waarden (onderaan); *** significant op 1% niveau; ** significant op 5% niveau; * significant op 10% niveau

2.4.2 De invloed van de kwaliteit van de gerapporteerde niet-financiële informatie op de kost van het vreemd vermogen

In deze sectie bespreken we de onderzoeksresultaten van de mate waarin de kost van het vreemd vermogen beïnvloed wordt door de kwaliteit van de niet-financiële informatie op de website van ondernemingen. Enkele beschrijvende statistieken met betrekking tot de kost van het vreemd vermogen zijn per land weergegeven in tabel 2.13. De beschrijvende statistieken van de onafhankelijke variabelen die in het model opgenomen worden zijn gelijkaardig als deze die we besproken hebben bij de analyse van de kost van het eigen vermogen (cfr. 2.4.1). Voor de volledigheid kunnen de beschrijvende statistieken van de variabelen die gerelateerd worden aan de kost van het vreemd vermogen gevonden worden in appendix 3 bij dit hoofdstuk.

Tabel 2.13: Beschrijvende statistieken van de kost van het vreemd vermogen

Variabele		Gemid-delde	Mini-mum	Maxi-mum	Standaard-afwijking
KVV_i	ALLE (702)[1]	0,063	0,003	0,274	0,031
	CONT. EUROPA (229)	0,062	0,003	0,211	0,034
	BELGIË (33)	0,060	0,025	0,122	0,023
	DUITSLAND (92)	0,076	0,006	0,178	0,034
	FRANKRIJK (70)	0,050	0,003	0,211	0,033
	NEDERLAND (34)	0,068	0,007	0,178	0,031
	NOORD AMERIKA (473)	0,063	0,005	0,274	0,029
	CANADA (125)	0,073	0,012	0,274	0,033
	VERENIGDE STATEN (348)	0,059	0,005	0,255	0,027

[1] het aantal observaties per land tussen haakjes
Deze tabel bevat beschrijvende statistieken voor de variabelen KVV_i: de kost van het vreemd vermogen van onderneming i

In tabel 2.13 besluiten we dat de gemiddelde kost van het vreemd vermogen in Continentaal Europa weinig verschilt van deze van Noord-Amerika. We vinden wel dat de ondernemingen in Duitsland en Canada een hogere intrestvoet aangerekend krijgen, terwijl de ondernemingen in Frankrijk een lagere intrestvoet hebben.

De univariate correlatiecoëfficiënten tussen de kost van het vreemd vermogen en de onafhankelijke variabelen worden gepresenteerd in tabel 2.14.

In tabel 2.14 stellen we vast dat de kost van het vreemd vermogen kleiner wordt naarmate ondernemingen meer inspanningen leveren tot het verstrekken van niet-financiële informatie. De validiteit van de maatstaf van het vreemd vermogen is eveneens bevestigd doordat diverse factoren die controleren voor het risico van een onderneming een significant verband vertonen. Ondernemingen met minder groei-opportuniteiten, verlieslatende ondernemingen en ondernemingen met een hogere variabiliteit in de bedrijfsresultaten krijgen onder meer een hogere intrestvoet aangerekend.

Tabel 2.14: Pearson en Spearmans' rho correlatiecoëfficiënten tussen de kost van het vreemd vermogen en de onafhankelijke variabelen (N=702)

	KVV_i	RAP_i	IO_i	GRO_i	VAR_i	$SCHULD_i$	MBW_i	$VERLIES_i$	WBR_i	SEC_VV_i
KVV_i		-0,122***	0,010	-0,080**	0,042	0,058	-0,162***	0,071**	0,110***	0,170***
RAP_i	-0,116***		0,412***	0,389***	-0,172***	0,066*	0,205***	0,100***	0,031	0,008
IO_i	0,049	0,424***		0,111***	-0,525***	-0,082**	0,200***	0,067**	0,108***	-0,042
GRO_i	-0,033	0,386***	0,092**		0,102***	0,393***	-0,031	0,024	0,051*	0,068**
VAR_i	0,073**	-0,225***	-0,589***	0,082**		0,166***	-0,298***	0,036	0,026	0,181***
$SCHULD_i$	0,108***	0,071**	-0,074**	0,406***	0,178***		-0,003	0,011	0,044	0,191***
MBW_i	-0,204***	0,201***	0,207***	-0,049	-0,358***	-0,041		-0,184***	-0,190***	-0,316***
$VERLIES_i$	0,118***	0,098***	0,067**	0,016	0,054	0,036	-0,183***		0,278***	0,112***
WBR_i	0,128***	0,044	0,111***	0,022	0,032	0,065*	-0,195***	0,299***		0,049*
SEC_VV_i	0,169***	-0,031	-0,086**	0,101***	0,170***	0,215***	-0,295***	0,061*	0,002	

Deze tabel bevat de Pearson correlatiecoëfficiënten (bovenste tabelhelft) en de Spearman's Rho correlatiecoëfficiënten (onderste tabelhelft) voor de variabelen KVV_i: de kost van het vreemd vermogen van onderneming i; RAP_i: de kwaliteit van de gerapporteerde niet-financiële informatie op de website van onderneming i; IO_i: de institutionele omgeving waarin onderneming i gevestigd is; GRO_i: de grootte van onderneming i; VAR_i: de voorspellingsvariantie van de financiële analisten die onderneming i volgen; $SCHULD_i$: de schuldgraad van onderneming i; MBW_i: de verhouding tussen de marktwaarde en de boekwaarde van het eigen vermogen van onderneming i; $VERLIES_i$: het feit of onderneming i verlieslatend is of niet; WBR_i: de variabiliteit in het bedrijfsresultaat van onderneming i; SEC_VV_i: de sector waartoe onderneming i behoort; *** significant op 1% niveau; ** significant op 5% niveau; * significant op 10% niveau

Tabel 2.15: Analyse van de kost van het vreemd vermogen en de kwaliteit van de informatierapportering per sector

Sector	Aantal observaties	Gemiddelde	Minimum	Maximum	Standaard-afwijking	T-waarde	p-waarde
Kost van het vreemd vermogen							
Alle sectoren	702	0,063	0,003	0,274	0,031		
Consumentenproducten – en diensten	233	0,062	0,005	0,211	0,030	-0,381	0,703
Grondstoffen	115	0,068	0,003	0,173	0,029	1,910	0,057
Energie	41	0,063	0,010	0,101	0,020	0,065	0,948
Industriële vervaardiging	93	0,062	0,007	0,255	0,032	-0,111	0,911
Chemie en gezondheid	57	0,051	0,010	0,127	0,027	-2,919	0,004
Nutsvoorzieningen	46	0,069	0,035	0,215	0,027	1,371	0,171
Technologie	74	0,056	0,007	0,178	0,030	-2,057	0,040
Telecom	43	0,073	0,015	0,274	0,046	2,433	0,015
Kwaliteit van de gerapporteerde niet-financiële informatie							
Alle sectoren	702	75,992	3	205	41,429		
Consumentenproducten – en diensten	233	65,336	4	180	37,691	-4,905	0,000
Grondstoffen	115	77,270	8	174	39,017	0,361	0,718
Energie	41	68,049	3	184	43,637	-1,265	0,206
Industriële vervaardiging	93	78,280	9	205	43,273	0,571	0,568
Chemie en gezondheid	57	78,431	18	170	43,091	0,468	0,640
Nutsvoorzieningen	46	105,522	23	165	32,758	5,088	0,000
Technologie	74	96,351	9	204	41,953	4,530	0,000
Telecom	43	63,795	14	167	38,993	-2,021	0,044

De correlatiecoëfficiënten tussen de onafhankelijke variabelen zijn vrij analoog als deze die vermeld zijn in tabel 2.6. We merken eveneens op dat de gemiddelde kost van het vreemd vermogen in de sector waartoe de onderneming behoort geen significant verband vertoont met de kwaliteit van de gerapporteerde informatie. Een verklaring hiervoor is dat zowel ondernemingen uit sectoren die veel als weinig rapporteren een eerder hoge kost van het vreemd vermogen kunnen krijgen. We komen tot deze vaststelling na een gedetailleerde analyse van de kost van het vreemd vermogen en de kwaliteit van de gerapporteerde niet-financiële informatie per sector zoals die is opgenomen in tabel 2.15. De t-waarde in deze tabel is het resultaat van de vergelijking tussen de gemiddelde kost van het vreemd vermogen of de kwaliteit van de gerapporteerde informatie van deze sector met het gemiddelde van deze maatstaven voor alle andere sectoren.

We vinden in tabel 2.15 dat de ondernemingen actief in de nutsvoorzieningen, de grondstofsector en de telecomsector de hoogste intrestvoet aangerekend krijgen. De ondernemingen actief in de chemie- en gezondheidssector en de technologiesector hebben de laagste kost van het vreemd vermogen. Toch dient evenwel gesteld te worden dat de verschillen in de kost van het vreemd vermogen tussen de sectoren onderling kleiner zijn in vergelijking met de kost van het eigen vermogen. Wanneer we de resultaten van de kost van het vreemd vermogen relateren aan de kwaliteit van de gerapporteerde niet-financiële informatie per sector stellen we vast dat ondernemingen uit de nutsvoorzieningen veel moeite doen om kwaliteitsvolle niet-financiële informatie te verschaffen, terwijl ondernemingen uit de telecomsector minder moeite doen. Toch hebben de ondernemingen uit beide sectoren een vrij hoge kost van het vreemd vermogen (tabel 2.15). Dit verklaart het insignificante resultaat tussen de gemiddelde kost van het vreemd vermogen en de kwaliteit van de niet-financiële informatierapportering in tabel 2.14.

De multivariate regressieresultaten met betrekking tot de invloeden op de kost van het vreemd vermogen zijn vermeld in tabel 2.16. Panel A van deze tabel presenteert de onderzoeksresultaten wanneer alle ondernemingen in het multivariate model worden opgenomen. Panel B bevat de resultaten van de

analyse met enkel de ondernemingen uit Continentaal Europa. Panel C toont de onderzoeksresultaten voor de ondernemingen uit Noord-Amerika.

Tabel 2.16: Multivariate regressieresultaten van de determinanten op de kost van het vreemd vermogen

	Panel A: Alle ondernemingen (N=702)		Panel B: Continentaal Europa (N=229)		Panel C: Noord-Amerika (N=473)	
Variabele	2SLS	OLS	2SLS	OLS	2SLS	OLS
Constante	2,520	5,635	2,711	4,017	6,608	6,602
	0,720	2,031**	0,513	0,695	1,714**	2,241**
RAP_i	-0,023	-0,008	-0,032	-0,019	-0,003	-0,003
	-2,043**	-2,985***	-1,946**	-3,021***	-0,268	-1,204
IO_i	1,083	0,642				
	2,397**	2,176**				
GRO	-0,038	-0,200	-0,063	-0,150	-0,203	-0,203
	-0,252	-1,963	-0,353	-0,932	-0,926	-1,568*
VAR_i	0,045	0,038	0,040	0,013	-0,005	-0,005
	0,425	0,383	0,198	0,069	-0,040	-0,039
$SCHULD_i$	1,159	1,373	0,072	0,456	1,302	1,300
	1,572*	1,937**	0,044	0,344	1,701**	1,449*
MBW_i	-0,560	-0,887	0,727	0,500	-1,535	-1,529
	-1,187	-2,225**	0,942	0,675	-3,126***	-3,783***
$VERLIES_i$	0,365	0,193	-0,274	-0,416	0,487	0,488
	1,100	0,742	-0,411	-0,939	1,334*	1,568*
WBR_i	0,311	0,329	0,652	0,674	0,119	0,121
	1,735*	1,722**	2,001**	1,923**	0,584	0,534
SEC_VV_i	0,843	0,796	1,050	1,016	0,683	0,683
	3,209***	2,828***	1,713**	1,708**	4,303***	3,004***
Aangepaste R^2	4,77%	6,27%	3,76%	4,55%	12,49%	12,48%
F-waarde		6,246***		2,379***		9,437**
Durbin Watson	1,935	1,876	2,004	1,945	1,963	1,961

Deze tabel bevat de multivariate regressieresultaten van het volgende model:

$KVV_i = \beta_0 + \beta_1 RAP_i + \beta_2 IO_i + \beta_3 GRO_i + \beta_4 VAR_i + \beta_5 SCHULD_i + \beta_6 MBW_i + \beta_7 VERLIES_i + \beta_8 WBR_i + \beta_9 SEC\_VV_i + \varepsilon$

waarbij KVV_i: de kost van het vreemd vermogen van onderneming i; RAP_i: de kwaliteit van de gerapporteerde niet-financiële informatie op de website van onderneming i; IO_i: de institutionele omgeving waarin onderneming i gevestigd is; GRO_i: de grootte van onderneming i; VAR_i: de voorspellingsvariantie van de financiële analisten die onderneming i volgen; $SCHULD_i$: de schuldgraad van onderneming i; MBW_i: de verhouding tussen de marktwaarde en de boekwaarde van het eigen vermogen van onderneming i; $VERLIES_i$: het feit of onderneming i verlieslatend is of niet; WBR_i: de variabiliteit in het bedrijfsresultaat van onderneming i; SEC_VV_i: de sector waartoe onderneming i behoort; ε: de restterm

Deze tabel bevat de betacoëfficiënten (bovenaan) met de t-waarden (onderaan)

*** significant op 1% niveau; ** significant op 5% niveau; * significant op 10% niveau

De onderzoeksresultaten in panel A van tabel 2.16 tonen aan dat de kost van het vreemd vermogen negatief verbonden is met de kwaliteit van de niet-financiële informatierapportering. Ondernemingen krijgen een kleinere intrestvoet aangerekend indien zij meer aandacht besteden aan hun informatierapportering. We vinden echter dat dit negatief verband enkel betekenisvol is voor de ondernemingen in Continentaal Europa (panel B, tabel 2.16), terwijl er geen significant verband waar te nemen is voor de ondernemingen in Noord-Amerika (panel C, tabel 2.16). Hierdoor kan de hypothese 2.2 enkel ondersteund worden voor de ondernemingen in Continentaal Europa. De hypothese 2.2 wordt niet bevestigd voor de ondernemingen in Noord-Amerika. De onderzoeksresultaten zijn consistent onder toepassing van zowel de OLS als de 2SLS analyse. De betekenisvolle resultaten in Continentaal Europa tonen aldus aan dat ondernemingen bij het afsluiten van bankschulden ook voordelen kunnen realiseren door publiek meer gegevens vrij te geven. Deze onderzoeksresultaten suggereren dat een bankier niet enkel gebruik maakt van de informatie die een onderneming privaat aan hem ter beschikking stelt.

In panel A van tabel 2.16 vinden we verder dat de ondernemingen in Noord-Amerika een hogere kost van het vreemd vermogen hebben. Dit onderzoeksresultaat is in tegenstelling tot de verwachtingen en wordt verantwoord door de aanwezigheid van de Canadese ondernemingen die een hoge kost van het vreemd vermogen hebben (tabel 2.5). Indien we geen rekening houden met deze ondernemingen in onze steekproef, blijkt er geen betekenisvol verband te zijn tussen de kost van het vreemd vermogen en de institutionele omgeving. De overige variabelen in het model worden niet beïnvloed indien we de Canadese ondernemingen uit de steekproef halen.

In panel A van tabel 2.16 kan verder vastgesteld worden dat de kost van het vreemd vermogen kleiner is indien de onderneming een lagere schuldgraad heeft en indien de bedrijfsresultaten een vlakker verloop kennen. Verder heeft de sector waarin de onderneming actief is een invloed op de kost van het vreemd vermogen. Deze bevindingen zijn consistent met de verwachtingen. De overige controlevariabelen hebben geen betekenisvolle invloed waardoor het

model een beperkte verklaringskracht heeft. In Continentaal Europa stellen we enkel vast dat de kost van het vreemd vermogen bepaald wordt door de sector en door de variabiliteit van de bedrijfsresultaten (panel B, tabel 2.16). In Noord-Amerika hebben de ondernemingen met minder groei-opportuniteiten, ondernemingen met een hogere schuldgraad en verlieslatende ondernemingen een hogere kost van het vreemd vermogen (panel C, tabel 2.16). Tevens heeft de sector een invloed op de kost van het vreemd vermogen.

Diverse controlevariabelen vertonen geen significant verband in geen enkele institutionele omgeving. Zo is de grootte van de onderneming niet gerelateerd aan de hoogte van de kost van het vreemd vermogen; een bevinding die ook door Sengupta (1998) wordt geconcludeerd. De kost van het vreemd vermogen wordt ook niet beïnvloed door de voorspellingsvariantie van de financiële analisten. Hoewel financiële analisten meer onzekerheid kunnen ervaren over de toekomstige bedrijfsresultaten van een onderneming, wordt er geen hogere intrestvoet aangerekend.

We onderzoeken verder of de kwaliteit van de rapportering van de verschillende niet-financiële informatiecategorieën afzonderlijk een invloed heeft op de kost van het vreemd vermogen. De onderzoeksresultaten van deze analyse zijn opgenomen in tabel 2.17. Deze tabel bevat enkel de betacoëfficiënt en de t-waarde van de zes informatiecategorieën die elk afzonderlijk in het multivariate model gerelateerd worden aan de kost van het vreemd vermogen. In tabel 2.17 worden de resultaten van de controlevariabelen niet opgenomen, maar deze zijn analoog aan de bevindingen van tabel 2.16.

Tabel 2.17: Multivariate regressieresultaten van de determinanten op de kost van het vreemd vermogen: analyse per informatiecategorie

	Panel A: Alle ondernemingen (N=702)		Panel B: Continentaal Europa (N=229)		Panel C: Noord-Amerika (N=473)	
	2SLS	OLS	2SLS	OLS	2SLS	OLS
R_CGOV_i	-0,165	-0,033	-0,151	-0,065	-0,093	-0,015
	-2,548***	-2,352***	-2,205**	-2,486***	-1,169	-0,996
R_KLANT	-0,057	-0,018	-0,126	-0,064	0,002	-0,006
	-1,671**	-2,088**	-2,025**	-3,069***	0,067	-0,665
R_HIC_i	-0,058	-0,022	-0,257	-0,042	-0,015	-0,010
	-1,481*	-2,453***	-1,920**	-1,479*	-0,504	-1,170
R_EFF_i	-0,215	-0,032	-0,245	-0,099	0,141	-0,007
	-1,627**	-2,172**	-1,883**	-3,354***	1,022	-0,435
R_INN_i	-0,256	-0,030	-0,182	-0,070	0,149	-0,013
	-2,310**	-1,770**	-1,866**	-1,431*	1,070	-0,733
R_MV_I	-0,014	-0,002	-0,004	0,003	-0,001	0,001
	-0,355	-0,314	-0,054	0,102	-0,263	0,007

Deze tabel bevat de multivariate regressieresultaten van het volgende model:

$$KVV_i = \beta_0 + \beta_1 R\_CAT_i + \beta_2 IO_i + \beta_3 GRO_i + \beta_4 VAR_i + \beta_5 SCHULD_i + \beta_6 MBW_i + \beta_7 VERLIES_i + \beta_8 WBR_i + \beta_9 SEC\_VV_i + \varepsilon$$

waarbij KVV_i: de kost van het vreemd vermogen van onderneming i; R_CAT_i: de kwaliteit van de gerapporteerde niet-financiële informatie door onderneming i van de informatiecategorie CAT met CAT= CGOV: corporate governance; KLANT: waarde voor de klant; HIC: humaan en intellectueel kapitaal; EFF: productiviteit; INN: innovatie, onderzoek en ontwikkeling en groei; MV: maatschappelijke verslaggeving; IO_i: de institutionele omgeving waarin onderneming i gevestigd is; GRO_i: de grootte van onderneming i; VAR_i: de voorspellingsvariantie van de financiële analisten die onderneming i volgen; $SCHULD_i$: de schuldgraad van onderneming i; MBW_i: de verhouding tussen de marktwaarde en de boekwaarde van het eigen vermogen van onderneming i; $VERLIES_i$: het feit of onderneming i verlieslatend is of niet; WBR_i: de variabiliteit in het bedrijfsresultaat van onderneming i; SEC_VV_i: de sector waartoe onderneming i behoort; ε: de restterm;

Deze tabel bevat de betacoëfficiënten (bovenaan) met de t-waarden (onderaan)

*** significant op 1% niveau; ** significant op 5% niveau; * significant op 10% niveau

De resultaten in tabel 2.17 tonen duidelijk de verschillen aan tussen Continentaal Europa en Noord-Amerika. In Continentaal Europa wordt de kost van het vreemd negatief beïnvloed indien een onderneming meer informatie rapporteert voor vijf van de zes informatierubrieken (panel B, tabel 2.17). De informatiecategorie 'maatschappelijke verslaggeving' is de enige rubriek die geen betekenisvol verband vertoont met de kost van het vreemd vermogen. In Noord-Amerika vertoont geen enkele informatiecategorie een significant verband met de kost van het vreemd vermogen (panel C, tabel 2.17).

Additionele analyses

In een eerste bijkomende analyse vervangen we in het basismodel dat opgenomen is in tabel 2.16 de dummy variabele die controleert voor de institutionele omgeving waartoe een onderneming behoort, door dummy variabelen die controleren voor de invloed van elk land afzonderlijk. De onderzoeksbevindingen die gepresenteerd worden in tabel 2.18 wijzigen niet fundamenteel ten opzichte van tabel 2.16. In Continentaal Europa is er een sterk negatief verband tussen de kost van het vreemd vermogen en de kwaliteit van de niet-financiële informatierapportering. De resultaten tonen ook aan dat de ondernemingen uit Duitsland en Nederland een hogere kost van het vreemd vermogen hebben in vergelijking met de ondernemingen van andere landen uit Continentaal Europa (panel B). In Noord-Amerika wordt geen invloed van betekenis vastgesteld tussen de kost van het vreemd vermogen en de kwaliteit van de niet-financiële informatierapportering. We kunnen wel besluiten dat de ondernemingen uit de Verenigde Staten een kleinere intrestvoet krijgen dan de ondernemingen uit Canada (panel C).

De invloed van de sector op de kost van het vreemd vermogen kan ook gecontroleerd worden met behulp van afzonderlijke dummy variabelen in plaats van een eerder continue variabele. De empirische resultaten in tabel 2.19 wijzigen evenwel niet. De kost van het vreemd vermogen is enkel in Continentaal Europa negatief gerelateerd aan de kwaliteit van de informatieverstrekking. Voorts hebben de ondernemingen van de chemie- en gezondheidssector als de technologiesector een lagere kost van het vreemd vermogen.

Tabel 2.18: Multivariate regressieresultaten van de determinanten op de kost van het vreemd vermogen: sensitiviteitsanalyse per land

	Panel A: Alle ondernemingen (N=702)		Panel B: Continentaal Europa (N=229)		Panel C: Noord-Amerika (N=473)	
Variabele	2SLS	OLS	2SLS	OLS	2SLS	OLS
Constante	9,435	6,038	9,651	8,993	8,649	5,658
	1,949**	2,205**	1,383*	1,520	2,154**	1,907
RAP_i	-0,025	-0,006	-0,032	-0,019	0,013	-0,003
	-2,190**	-2,231**	-1,927**	-3,004***	0,826	-0,913
GRO_i	-0,016	-0,194	-0,437	-0,397	-0,343	-0,145
	-0,105	-1,966**	-1,480*	-2,358***	-1,485*	-1,127
VAR_i	-0,008	0,011	0,054	0,044	-0,074	-0,049
	-0,070	0,106	0,282	0,213	-0,578	-0,393
$SCHULD_i$	1,779	1,482	1,054	0,877	1,500	1,366
	2,252**	2,149**	0,561	0,730	1,910**	1,548*
MBW_i	-1,077	-0,800	0,076	0,171	-1,582	-1,387
	-2,079**	-2,010**	0,091	0,236	-3,170**	-3,308**
$VERLIES_i$	0,075	0,223	-0,239	-0,201	0,315*	0,491
	0,210	0,875	-0,381	-0,466	0,829	1,576*
WBR_i	0,358	0,341	0,699	0,702	0,152	0,132
	2,027**	1,787*	2,253**	2,023**	0,726	0,578
SEC_VV_i	0,738	0,830	0,809	0,812	0,683	0,640
	2,694***	3,113***	1,324*	1,380*	4,233***	2,888***
DUI_i	2,207	2,128	2,147	2,213		
	3,378***	3,662**	3,058***	3,606***		
FRA_i	-1,171	-0,636	-0,857	-0,565		
	-1,323*	-1,155	-0,600	-0,880		
NED_i	1,402	1,226	1,246	1,261		
	1,808**	1,763*	1,472*	1,678**		
CAN_i	0,954	1,421				
	1,173	2,817***				
VS_i	-0,008	0,787			-0,740	-0,530
	-0,007	1,548*			-1,819**	-1,878**
Aangepaste R^2	7,96%	10,80%	12,31%	12,88%	9,86%	12,74%
F-waarde		7,563***		4,107***		8,678***
Durbin Watson	1,928	1,957	2,097	2,105	1,935	1,888

Deze tabel bevat de multivariate regressieresultaten van het volgende model:

$$KVV_i = \beta_0 + \beta_1 RAP_i + \beta_2 GRO_i + \beta_3 VAR_i + \beta_4 SCHULD_i + \beta_5 MBW_i + \beta_6 VERLIES_i + \beta_7 WBR_i + \beta_8 SEC\_VV_i + \beta_9 DUI_i + \beta_{10} FRA_i + \beta_{11} NED_i + \beta_{12} CAN_i + \beta_{13} VS_i + \varepsilon$$

waarbij KVV_i: de kost van het vreemd vermogen van onderneming i; RAP_i: de kwaliteit van de gerapporteerde niet-financiële informatie op de website van onderneming i; GRO_i: de grootte van onderneming i; VAR_i: de voorspellingsvariantie van de financiële analisten die onderneming i volgen; $SCHULD_i$: de schuldgraad van onderneming i; MBW_i: De verhouding tussen de marktwaarde en de boekwaarde van het eigen vermogen van onderneming i; $VERLIES_i$: het feit of onderneming i verlieslatend is of niet; WBR_i: de variabiliteit in het bedrijfsresultaat van onderneming i; SEC_VV_i: de sector waartoe onderneming i behoort; DUI_i: Duitsland; FRA_i: Frankrijk; NED_i: Nederland; CAN_i: Canada; VS_i: Verenigde Staten; ε: de restterm

Deze tabel bevat de betacoëfficiënten (bovenaan) met de t-waarden (onderaan); *** significant op 1% niveau; ** significant op 5% niveau; * significant op 10% niveau

Tabel 2.19: Multivariate regressieresultaten van de determinanten op de kost van het vreemd vermogen: sensitiviteitsanalyse per sector

	Panel A: Alle onder-nemingen (N=702)		Panel B: Continen-taal Europa (N=229)		Panel C: Noord-Amerika (N=473)	
Variabele	2SLS	OLS	2SLS	OLS	2SLS	OLS
Constante	5,688	10,755	8,600	9,655	14,286	11,400
	1,514*	4,623***	2,239**	2,350**	2,108**	3,547***
RAP_i	-0,034	-0,008	-0,032	-0,020	0,008	-0,003
	-2,079**	-2,736**	-1,901**	-3,137***	0,332	-0,946
IO_i	1,431	0,689				
	2,469**	2,134**				
GRO_i	0,052	-0,213	-0,088	-0,169	-0,373	-0,218
	0,273	-2,024**	-0,474	-0,997	-1,048	-1,558*
VAR_i	0,089	0,058	0,015	-0,007	0,009	0,019
	0,753	0,538	0,074	-0,034	0,067	0,141
$SCHULD_i$	1,210	1,299	0,008	0,375	1,075	1,192
	1,571*	1,772**	0,005	0,280	1,239	1,326*
MBW_i	-0,382	-0,916	1,181	0,926	-1,743	-1,536
	-0,705	-2,287**	1,322*	1,150	-2,739***	-3,617***
$VERLIES_i$	0,411	0,195	-0,113	-0,273	0,469	0,528
	1,169	0,700	-0,162	-0,573	1,257	1,597*
WBR_i	0,277	0,334	0,745	0,760	0,152	0,124
	1,461*	1,718**	2,214**	2,066**	0,689	0,547
CON_i	0,340	0,124	0,897	0,900	0,038	0,125
	0,593	0,307	0,521	0,499	0,064	0,308
$GROND_i$	1,015	0,467	2,083	1,961	-0,151	0,142
	1,501	1,131	1,171	1,076	-0,176	0,344
IND_i	0,606	0,147	1,838	1,757	-0,472	-0,289
	0,898	0,317	1,008	0,918	-0,649	-0,627
CGZ_i	-0,123	-0,492	1,669	1,648	-1,497	-1,269
	-0,172	-0,948	0,869	0,867	-1,760**	-2,235**
NUT_i	0,739	0,378	1,081	0,962	0,239	0,589
	0,876	0,691	0,478	0,507	0,236	1,046
TEC_i	0,699	-0,223	0,606	0,536	-1,181	-0,654
	0,793	-0,433	0,322	0,275	-0,883	-1,170**
TEL_i	1,441	1,202	0,976	1,041	2,208	2,226
	1,939**	1,488*	0,525	0,532	2,644***	1,727
Aangepaste R^2	2,92%	5,67%	2,05%	2,85%	10,06%	14,15%
F-waarde		3,825***		1,484*		5,402***
Durbin Watson	1,953	1,877	2,049	1,992	1,945	1,963

Deze tabel bevat de multivariate regressieresultaten van het volgende model:

$$KVV_i = \beta_0 + \beta_1 RAP_i + \beta_2 IO_i + \beta_3 GRO_i + \beta_4 VAR_i + \beta_5 SCHULD_i + \beta_6 MBW_i + \beta_7 VERLIES_i + \beta_8 WBR_i + \beta_9 CON_i + \beta_{10} GROND_i + \beta_{11} IND_i + \beta_{12} CGZ_i + \beta_{13} NUT_i + \beta_{14} TEC + \beta_{15} TEL_i + \varepsilon$$

waarbij RAP_i: de kwaliteit van de gerapporteerde niet-financiële informatie op de website van onderneming i; IO_i: de institutionele omgeving waarin onderneming i gevestigd is; GRO_i: de grootte van onderneming i; VAR_i: de voorspellingsvariantie van de financiële analisten die onderneming i volgen; $SCHULD_i$: de schuldgraad van onderneming i; MBW_i: De verhouding tussen de marktwaarde en de boekwaarde van het eigen vermogen van onderneming i; $VERLIES_i$: het feit of onderneming i verlieslatend is of niet; WBR_i: de variabiliteit in het bedrijfsresultaat van onderneming i; CON_i: consumptiegoederen en –diensten; BAM_i: grondstoffen; IND_i: industriële sector; GZH_i: chemie- en gezondheidssector; NUT_i: nutsvoorzieningen; TEC_i: technologie; TEL_i: telecom; ε: de restterm; Deze tabel bevat de betacoëfficiënten (bovenaan) met de t-waarden (onderaan); *** significant op 1% niveau; ** significant op 5% niveau; * significant op 10% niveau

2.5 Conclusie

In dit hoofdstuk bestuderen we de invloed van de inspanningen die ondernemingen zich getroosten voor het vrijgeven van niet-financiële informatie op hun kapitaalkost. Volgens de economische theorie resulteert een toename in de kwaliteit van de informatierapportering in een vermindering van de onzekerheid die investeerders ervaren. Hierdoor vragen investeerders een lagere risicopremie, waardoor de kapitaalkost vermindert. De empirische bevindingen op het vlak van niet-financiële informatie zijn beperkt. Richardson en Welker (2001) vinden - in tegenstelling met de theoretische bevindingen - dat het rapporteren van meer maatschappelijke informatie resulteert in een hogere kapitaalkost. Onze studie is een vervolg van het onderzoek van Richardson en Welker (2001). We verschillen evenwel doordat we additionele informatierubrieken en additionele landen bestuderen. Bovendien onderzoeken we de kwaliteit van de niet-financiële informatierapportering in een tijdsperiode waarin het belang en de relevantie van niet-financiële informatie groter zijn.

De onderzoeksresultaten in onze studie tonen voor een steekproef van ondernemingen uit Continentaal Europa en Noord-Amerika aan dat de kost van het eigen vermogen vermindert indien een onderneming meer niet-financiële informatie van een betere kwaliteit verstrekt. Daarnaast verkrijgen de ondernemingen in Continentaal Europa eveneens een lagere kost van het vreemd vermogen indien zij vrijwillig kwaliteitsvolle niet-financiële informatie rapporteren op hun websites. In Noord-Amerika vinden we geen significant verband tussen de kost van het vreemd vermogen en de kwaliteit van de niet-financiële informatieverstrekking. Een mogelijke verklaring is dat de ondernemingen in Noord-Amerika minder beroep doen op bankschulden dan de ondernemingen in Continentaal Europa (Alonso et al., 2005; La Porta et al., 1997). De empirische resultaten voor Continentaal Europa zijn ook een bevestiging dat niet-financiële informatie van een groter belang is in een institutionele omgeving waar de kwaliteit van de financiële informatie beperkt is. Investeerders en financiële analisten hebben nood aan bijkomende, niet-financiële, informatie om de financiële cijfers te interpreteren.

De onderzoeksbevindingen geven ook aan dat de aard van de niet-financiële informatie die gerapporteerd wordt een rol speelt in de hoogte van de kapitaalkost. Zo vinden we dat ondernemingen in Noord-Amerika geen lagere kost van het eigen vermogen verkrijgen bij het additioneel vrijgeven van informatie over innovatie, onderzoek en ontwikkeling en productiviteit. Dit resultaat is opmerkelijk gezien dergelijke informatie drijvers zijn van de toekomstige waarde van een onderneming. Een verklaring hiervoor is dat investeerders en andere deelnemers op de kapitaalmarkt in Noord-Amerika bedenkingen kunnen hebben over de betrouwbaarheid van de gerapporteerde informatie. Toekomstig onderzoek is vereist om meer duidelijkheid te krijgen omtrent deze materie.

Het is eveneens opvallend dat de rapportering van maatschappelijke verslaggeving resulteert in een kleinere kost van het eigen vermogen, maar dat er geen verband is met de kost van het vreemd vermogen. Deze resultaten zijn consistent in Noord-Amerika als in Continentaal Europa. Deze bevinding suggereert dat investeerders wel, maar bankiers geen rekening houden met deze informatie.

In ons onderzoek dienen we eveneens rekenschap te geven van een aantal beperkingen. Zo kan de vraag gesteld worden in welke mate onze empirische onderzoeksresultaten veralgemeend kunnen worden voor alle beursgenoteerde ondernemingen. De steekproef bestaat immers uit de grotere niet-financiële ondernemingen die actief zijn in zes landen. De vraag stelt zich of ook de kleinere beursgenoteerde ondernemingen kunnen genieten van een lagere kapitaalkost indien zij meer niet-financiële informatie verstrekken. Op basis van eerder empirisch onderzoek vermoeden we een affirmatief antwoord te kunnen geven. Richardson en Welker (2001) en Botosan (1997) vinden immers dat de ondernemingen die door een groter aantal financiële analisten gevolgd worden (in feite de grotere ondernemingen) geen vermindering hebben van de kost van het eigen vermogen, terwijl de ondernemingen die door een kleiner aantal financiële analisten gevolgd worden (de kleinere ondernemingen), wel een vermindering krijgen in de kost van eigen vermogen bij het verschaffen van meer financiële informatie. In onze steekproef, die uit vooral grote

ondernemingen bestaat, vinden we reeds een significant negatief verband tussen de kost van het eigen vermogen en de kwaliteit van de niet-financiële informatierapportering. We verwachten dan ook een negatief verband vast te stellen voor de kleine beursgenoteerde ondernemingen omdat er over deze ondernemingen minder informatie privaat beschikbaar is. Indien een kleine onderneming beslist om publiek meer niet-financiële informatie te verstrekken, heeft dit een sterker effect op de kapitaalmarkt. Het substitutie-effect met de privaat beschikbare informatie is immers beperkter voor een kleinere onderneming dan voor een grotere onderneming. Toekomstig onderzoek kan hierin meer duidelijkheid scheppen.

Een beperking waarmee elke studie te maken heeft, is dat de maatstaven voor zowel de kapitaalkost als de kwaliteit van de informatierapportering subjectief zijn. De mate van subjectiviteit kan beperkt worden door meerdere benaderingen toe te passen voor beide maatstaven. Toch dient aangehaald te worden dat de benaderingen in onze studie betrouwbaar zijn. Enerzijds zijn zowel de schattingen voor de kost van het eigen als van het vreemd vermogen verbonden met diverse risico-indicatoren. Anderzijds is de kwaliteit van de niet-financiële informatierapportering gerelateerd aan diverse controlevariabelen.

Een andere beperking van onze studie is dat de niet-financiële informatie die ondernemingen rapporteren dikwijls positieve informatie is, maar dat er ook negatieve informatie vrijwillig gerapporteerd wordt. In onze studie hebben we geen zicht op het soort informatie dat ondernemingen kenbaar maken, zodat we geen onderscheid kunnen maken of de vermelde informatie positief of negatief is voor de onderneming. In een vervolgonderzoek kan specifiek rekening gehouden worden met de impact van hetzij positieve hetzij negatieve informatie op de kapitaalkost van een onderneming.

De meeste, zo niet alle, empirische studies bestuderen de kwantiteit of de kwaliteit van de informatieverstrekking op één tijdstip. Het betreffen telkens statische studies, hoewel de vrijwillige informatieverstrekking door ondernemingen een eerder dynamisch proces is. Toekomstig onderzoek kan dan

ook nagaan in welke mate een verandering in de vrijwillige niet-financiële informatierapportering een invloed heeft de kapitaalkost.

2.6 Appendix 1: Afleiding van de kost van het eigen vermogen volgens Easton (2004)

Easton (2004) maakt gebruik van korte termijn voorspellingen (over twee jaren). De huidige waarde van beurskoers P_0 wordt bepaald als de verdisconteerde waarde van de beurskoers van tijdstip 1 (P_1) en de verwachte dividenden per aandeel (dps_1) op tijdstip t:

$$P_0 = (1-r)^{-1}\left[P_1 + dps_1\right] \qquad (1)$$

Vervolgens worden de verwachte gekapitaliseerde bedrijfsresultaten per aandeel van de volgende periode 1 (eps_1/r) toegevoegd en in mindering gebracht:

$$P_0 = eps_1 / r - \left[eps_1 / r - (1+r)^{-1}(P_1 + dps_1)\right] \qquad (2)$$

De invloed van de verwachte bedrijfsresultaten per aandeel van de tweede periode is als volgt:

$$P_1 = eps_2 / r - \left[eps_2 / r - (1+r)^{-1}(P_2 + dps_2)\right] \qquad (3)$$

Indien equatie 3 in equatie 1 ingevuld wordt, bekomen we:

$$P_0 = eps_1 / r + r^{-1}(1+r)^{-1} agr_1 + (1+r)^{-2} r^{-1}\left[rdps_2 - (1+r)eps_2\right] + (1+r)^{-2} P_2 \qquad (4)$$

Waarbij agr_1 de verwachte abnormale groei is in de bedrijfsresultaten en als volgt bepaald is:

$$agr_1 = \left[eps_2 + rdps_1 - (1+r)eps_1\right] \qquad (5)$$

In het algemeen zal de invloed van de verwachte boekhoudkundige resultaten na twee jaren op de waarde van een beurskoers als volgt bepaald worden:

$$P_t = eps_1 / r + r^{-1} \sum_{t=1}^{x} (1+r)^{-1} agr_t \qquad (6)$$

Equatie (6) wordt aangepast om een eindige voorspellingshorizon te bekomen middels de opname van de eeuwige ratio van de wijziging in de abnormale groei na de voorspellingshorizon. Over twee perioden wordt equatie (6) als volgt herschreven:

$$P_0 = eps_1 / r + agr_1 /(r(r - \Delta agr)) \qquad (7)$$

Waarbij

$$\Delta agr = (agr_{t+1} / agr_t) - 1 \qquad (8)$$

Stel dat Δagr = 0 zodat $agr_1 = agr_2 = \ldots$; dan bekomen we:

$$P_0 = (eps_2 + rdps_2 - eps_1) / r^2 \qquad (9)$$

Hieruit volgt:

$$r = \sqrt{(eps_2 + rdps_1 - eps_1) / P_0} \qquad (10)$$

In de assumptie dat $dps_1 = 0$, bekomen we:

$$r = \sqrt{(eps_2 - eps_1) / P_0}$$

De maatstaf geeft een neerwaartse vertekening, maar kan opgelost worden door de integratie van verschillende risico-indicatoren in het model zoals de betacoëfficiënt, de verhouding tussen de marktwaarde en de boekwaarde van het eigen vermogen of de standaardafwijking van de aandelenrendementen.

2.7 Appendix 2: Samenstelling van de informatie-index

Corporate governance
Leadership
Mission
Strategic planning
Risk management
Globalization
Competence of managers
Managers' compensation
Competence board
Independence board
Compensation (stocks/options)
Other committees
Competence audit committee
Independence audit committee
Relations with external auditors
Relations with internal auditors
Ownership structure
Other

Customer value
Product description
Quality/ up-to-date technology
Reliability: errors/return
Price
Delivery time
Awards
Customer profile/ market segment/ market share/ number of customers
Pre sales support: information/ counsel/ follow up
Customer satisfaction/ complaints management
Customer loyalty
Awards
Service internet
E-business sales
E-business productivity (cost efficiency/speed)

Human and intellectual capital
Hiring/ new employees
Qualification/expertise
Training
Description of job requirements
Employee empowerment/ involvement
Capacity to suggest and to implement changes
Teamwork
Performance assessment
Performance based compensation
Earnings based compensation
Carrier opportunities
Awards
Fringe benefits
Employee satisfaction, survey
Employee turnover
Other

Production efficiency
Investment
Reengineering/ downsizing
Process improvement methods
ISO 9000, total quality management
Others (benchmarking, JIT, etc.)
Production cost
Production capacity
Waste
Inventory/ run out rate
Quality of equipment and technology
Flexibility
Process description
Others
Production time
Unplanned downtime
Partnerships
Acquisitions

Innovation, research and development and growth
Sales – new products
Market share – new products
Awards
Investments in R&D
Description of products in development
Product testing
Awards
Other – R&D
Increase in sales/ market shares
Increase in investments

Social responsibility
Purchases of goods and services
Employment opportunities
Job creation
Equity programs
Human capital development
Regional development
Gifts and sponsorships
Accidents at work
Health and safety programs
Product related incidents
Products in development and environment
Product safety
Business ethics
Strategic alliances
Community involvement
Social activities

2.8 Appendix 3: Beschrijvende statistieken van de onafhankelijke variabelen in de analyse van de kost van het vreemd vermogen

Variabele	Institutionele omgeving	Gemid-delde	Mini-mum	Maxi-mum	Standaard-afwijking
RAP_i	ALLE (702)[1]	76,118	3	205	41,448
	CONT. EUROPA (229)	51,648	3	159	32,450
	BELGIË (33)	32,152	3	81	18,906
	DUITSLAND (92)	39,443	4	120	21,686
	FRANKRIJK (70)	74,290	11	159	33,355
	NEDERLAND (34)	33,765	6	86	20,131
	NOORD AMERIKA (473)	88,017	3	205	40,131
	CANADA (125)	66,376	7	178	37,393
	VERENIGDE STATEN (348)	95,790	3	205	38,232
GRO_i[2]	ALLE (702)	16021	36	495023	34073
	CONT. EUROPA (229)	16721	36	207410	30508
	BELGIË (33)	8968	36	120858	21604
	DUITSLAND (92)	25978	95	207410	42659
	FRANKRIJK (70)	14288	167	139002	24780
	NEDERLAND (34)	11731	128	64371	13345
	NOORD AMERIKA (473)	15679	126	495023	35707
	CANADA (125)	7234	126	84219	11353
	VERENIGDE STATEN (348)	18704	846	495023	40648
VAR_i	ALLE (702)	0,181	0,000	2,520	0,248
	CONT. EUROPA (229)	0,356	0,000	2,520	0,332
	BELGIË (33)	0,354	0,000	2,200	0,398
	DUITSLAND (92)	0,344	0,000	1,440	0,253
	FRANKRIJK (70)	0,375	0,010	1,930	0,313
	NEDERLAND (34)	0,331	0,001	2,520	0,446
	NOORD AMERIKA (473)	0,096	0,000	1,020	0,127
	CANADA (125)	0,158	0,000	1,020	0,188
	VERENIGDE STATEN (348)	0,074	0,010	0,560	0,086
$SCHULD_i$	ALLE (702)	0,604	0,000	0,993	0,179
	CONT. EUROPA (229)	0,625	0,160	0,976	0,157
	BELGIË (33)	0,572	0,160	0,924	0,165
	DUITSLAND (92)	0,650	0,287	0,976	0,153
	FRANKRIJK (70)	0,629	0,226	0,924	0,146
	NEDERLAND (34)	0,617	0,160	0,967	0,180
	NOORD AMERIKA (473)	0,594	0,000	0,993	0,189
	CANADA (125)	0,551	0,075	0,911	0,176
	VERENIGDE STATEN (348)	0,609	0,000	0,993	0,191
MBW_i	ALLE (702)	3,170	0,260	37,580	3,163
	CONT. EUROPA (229)	2,533	0,290	14,740	2,281
	BELGIË (33)	1,807	0,300	7,080	1,566
	DUITSLAND (92)	2,448	0,430	14,740	2,118
	FRANKRIJK (70)	2,786	0,290	12,470	2,535
	NEDERLAND (34)	2,753	0,440	11,370	2,407
	NOORD AMERIKA (473)	3,480	0,260	37,580	3,473
	CANADA (125)	2,054	0,260	5,760	1,242
	VERENIGDE STATEN (348)	3,991	0,270	37,580	3,854
$VERLIES_i$	ALLE (702)	0,189	0	1	0,392
	CONT. EUROPA (229)	0,152	0	1	0,360
	BELGIË (33)	0,121	0	1	0,331
	DUITSLAND (92)	0,114	0	1	0,320
	FRANKRIJK (70)	0,204	0	1	0,405

Variabele	Institutionele omgeving	Gemid-delde	Mini-mum	Maxi-mum	Standaard-afwijking
	NEDERLAND (34)	0,118	0	1	0,327
	NOORD AMERIKA (473)	0,207	0	1	0,406
	CANADA (125)	0,248	0	1	0,434
	VERENIGDE STATEN (348)	0,193	0	1	0,395
WBR_i	ALLE (702)	2,278	0,002	184,000	9,150
	CONT. EUROPA (229)	1,819	0,003	56,000	5,414
	BELGIË (33)	0,792	0,032	4,347	0,944
	DUITSLAND (92)	1,484	0,007	31,600	4,097
	FRANKRIJK (70)	1,776	0,005	56,000	6,266
	NEDERLAND (34)	3,664	0,003	28,852	7,396
	NOORD AMERIKA (473)	2,501	0,002	184,000	10,498
	CANADA (125)	2,648	0,013	76,667	9,570
	VERENIGDE STATEN (348)	2,448	0,002	184,000	10,824
ROA_i	ALLE (702)	0,036	-0,172	0,199	0,056
	CONT. EUROPA (229)	0,035	-0,136	0,172	0,053
	BELGIË (33)	0,040	-0,121	0,161	0,050
	DUITSLAND (92)	0,040	-0,064	0,161	0,047
	FRANKRIJK (70)	0,026	-0,136	0,159	0,055
	NEDERLAND (34)	0,047	-0,088	0,172	0,061
	NOORD AMERIKA (473)	0,036	-0,172	0,199	0,058
	CANADA (125)	0,026	-0,166	0,174	0,063
	VERENIGDE STATEN (348)	0,040	-0,172	0,199	0,055
MVA_i	ALLE (702)	0,393	0,002	1,085	0,243
	CONT. EUROPA (229)	0,422	0,002	1,000	0,237
	BELGIË (33)	0,423	0,006	1,000	0,306
	DUITSLAND (92)	0,371	0,002	0,840	0,224
	FRANKRIJK (70)	0,481	0,071	0,954	0,187
	NEDERLAND (34)	0,363	0,032	0,977	0,277
	NOORD AMERIKA (473)	0,380	0,002	1,085	0,245
	CANADA (125)	0,476	0,002	0,935	0,270
	VERENIGDE STATEN (348)	0,345	0,012	1,085	0,225
$MEDIA_i$	ALLE (702)	18,617	0	207	20,982
	CONT. EUROPA (229)	10,057	0	207	25,451
	BELGIË (33)	1,182	0	15	3,107
	DUITSLAND (92)	11,814	0	207	34,722
	FRANKRIJK (70)	14,742	0	133	25,000
	NEDERLAND (34)	2,235	0	12	3,482
	NOORD AMERIKA (473)	22,780	0	55	16,954
	CANADA (125)	2,240	0	34	4,552
	VERENIGDE STATEN (348)	30,158	10	55	13,304
ASP_i	ALL (702)	0,293	0	1	0,455
	CONT. EUROPA (229)	0,696	0	1	0,461
	BELGIË (33)	0,848	0	1	0,364
	DUITSLAND (92)	0,900	0	1	0,302
	FRANKRIJK (70)	0,473	0	1	0,502
	NEDERLAND (34)	0,735	0	1	0,448
	NOORD AMERIKA (473)	0,097	0	1	0,297
	CANADA (125)	0,304	0	1	0,462
	VERENIGDE STATEN (348)	0,023	0	1	0,150

[1] het aantal observaties per land tussen haakjes
[2] bedragen in miljoen
Deze tabel bevat beschrijvende statistieken voor de variabelen RAP_i: de kwaliteit van de gerapporteerde niet-financiële informatie op de website van onderneming i; GRO_i: de grootte van onderneming i; VAR_i: de voorspellingsvariantie van de financiële analisten die onderneming i volgen; $SCHULD_i$: de schuldgraad van onderneming i; MBW_i: de verhouding tussen de marktwaarde en de boekwaarde van het eigen vermogen van onderneming i; $VERLIES_i$: het feit of onderneming i verlieslatend is of niet; WBR_i: de variabiliteit in het bedrijfsresultaat van onderneming i; SEC_i: de sector waartoe onderneming i behoort; ROA_i: de winstgevendheid van onderneming i; MVA_i: het aandeel van de materiële vaste activa in de totale activa van onderneming i; $MEDIA_i$: de media-aandacht voor onderneming i; ASP_i: de aandeelhoudersstructuur van onderneming i.

Deel II: Het aanbod van vrijwillige niet-financiële informatie op de Belgische informatiemarkt

In deel I bespraken we de voor- en nadelen die ondernemingen kunnen realiseren bij het vrijwillig verstrekken van informatie. Hierbij werd empirisch vastgesteld dat ondernemingen uit Continentaal Europa (inclusief België) kunnen genieten van een lagere kostprijs van het kapitaal wanneer zij vrijwillig meer niet-financiële informatie verstrekken op hun website.

In dit deel onderzoeken we vooreerst de mate waarin Belgische beursgenoteerde ondernemingen vrijwillig niet-financiële informatie verstrekken middels een inhoudsanalyse van jaarverslagen. We bestuderen de jaarverslagen die betrekking hebben op de boekjaren 2001, 2003 en 2005. Door het rapporteringsgedrag in verschillende jaren te bestuderen, zijn we in staat om mogelijke trends in de rapportering van niet-financiële informatie vast te stellen. Dienaangaande verwachten we een stijging waar te nemen in de kwantiteit van de niet-financiële informatie die een onderneming verstrekt omdat het belang en de relevantie van deze informatie in het waardecreatieproces van ondernemingen sterk zijn toegenomen (Holland, 2003). Met behulp van een historische analyse verkrijgen we inzicht in de mate waarin ondernemingen tegemoet komen aan de roep van de diverse belanghebbenden van de onderneming (onder meer investeerders, aandeelhouders, financiële analisten, enz.) om meer niet-financiële informatie te verschaffen (Graham et al., 2005). Een dergelijke analyse is ook van belang voor beleidsinstanties die een beslissing dienen te nemen om bedrijven te verplichten tot het verstrekken van informatie die de belanghebbenden van de onderneming wensen. De onderzoeksresultaten van deze studie worden besproken in hoofdstuk 3.

In hoofdstuk 3 merken we onder meer op dat de hoeveelheid aan niet-financiële informatie die door Belgische beursgenoteerde ondernemingen gerapporteerd wordt onderling verschillend is. In hoofdstuk 4 gaan we op zoek naar verklaringen voor deze verschillen door een reeks van bedrijfsspecifieke kenmerken zoals de grootte of de activiteiten van een onderneming te relateren aan de kwantiteit van de gerapporteerde niet-financiële informatie die vermeld

wordt in jaarverslagen. Deze analyse geeft ons ook inzicht in de kosten (zie onderdeel 1.2.2) die van invloed zijn op de beslissingen van Belgische ondernemingen om meer of minder niet-financiële informatie vrijwillig te verstrekken.

Hoofdstuk 5 - het laatste hoofdstuk van deel II - bespreekt de invloed van de rapportering van niet-financiële informatie op de nauwkeurigheid en de variantie van de winstvoorspellingen van Belgische financiële analisten. Tot nu toe zijn dergelijke studies voornamelijk uitgevoerd in Angelsaksische omgevingen zoals het Verenigd Koninkrijk of de Verenigde Staten. In Continentaal Europa is er slechts beperkte kennis over de invloed van bedrijfsspecifieke kenmerken op de voorspellingsnauwkeurigheid en de voorspellingsvariantie van financiële analisten. Nochtans zijn dergelijke onderzoeken interessant omwille van de institutionele verschillen die er bestaan tussen België enerzijds en de Angelsaksische landen anderzijds. Het is hierbij vooral interessant om na te gaan of de conclusies die getrokken worden in de Angelsaksische studies ook gelden in de Belgische context.

Hoofdstuk 3: De rapportering van vrijwillige niet-financiële informatie door Belgische beursgenoteerde ondernemingen

Zoals aangehaald in de inleiding is het belang van niet-financiële informatie sterk toegenomen sinds het begin van de 21ste eeuw. Het traditionele rapporteringsmodel waarbij hoofdzakelijk financiële historische informatie verschaft werd, dient aangepast te worden aan de veranderende informatienoden van de verschillende belanghebbenden van de onderneming (FASB, 2001; Lev en Zarowin, 1999; Törnqvist, 1999; AICPA, 1994). De waarde van een onderneming wordt immers meer en meer bepaald door indicatoren van niet-financiële aard. In hoofdstuk 2 stelden we eveneens vast dat ondernemingen een kleinere kapitaalkost verkrijgen naarmate zij vrijwillige niet-financiële informatie vrijgeven. Gezien het toegenomen belang van niet-financiële informatie in het waarderingsproces van ondernemingen, onderzoeken we of ondernemingen eveneens in toenemende mate niet-financiële informatie verstrekken. We stellen dan ook de volgende onderzoeksvraag:

> *Rapporteren Belgische beursgenoteerde ondernemingen over de periode 2001-2005 in toenemende mate vrijwillige niet-financiële informatie?*

Het onderzoek naar de hoeveelheid aan niet-financiële informatie die verstrekt wordt door beursgenoteerde ondernemingen is in eerste instantie van belang voor regelgevende instanties om een indicatie te hebben van de mate waarin deze gegevens reeds gepubliceerd worden. Diverse academici en beroepsorganisaties hebben reeds een oproep gelanceerd tot het verschaffen van meer niet-financiële informatie door beursgenoteerde ondernemingen (Beattie et al., 2004). Organisaties zoals de *Financial Accounting Standards Board (FASB)*, de *American Institute of Certified Public Accountants (AICPA)*, de *Canadian Institute of Chartered Accountants (CICA)* of de *Institute of Chartered Accountants in England and Wales (ICAEW)* ontwikkelen zelfs rapporteringsmodellen om ondernemingen te stimuleren tot het verschaffen van kwaliteitsvolle en transparante informatie.

Onze studie onderzoekt voor een steekproef van Belgische beursgenoteerde ondernemingen de mate waarin zij de niet-financiële informatie-items opgenomen in het rapporteringsmodel ontwikkeld door de AICPA (1994) en de FASB (2001) verstrekken. Zoals toegelicht zal worden in de onderzoeksopzet is het rapporteringsmodel van de FASB (2001) een uitbreiding van het rapporteringsmodel van de AICPA (1994). Deze uitbreiding bevat hoofdzakelijk informatie over de immateriële bezittingen van de onderneming zoals gegevens over patenten, innovatie en onderzoek en ontwikkeling. In de literatuur vinden we een aantal studies zoals Beattie et al. (2004), Vanstraelen et al. (2002) en Robb et al. (2001) die hun informatie-index eveneens gebaseerd hebben op het model van de AICPA (1994). Dit model bevat onder meer toekomstgerichte informatie, analyse van bedrijfsinformatie, achtergrondinformatie en informatie over het management en aandeelhouders. Andere studies zoals Vandemaele et al. (2005), Bozzolan et al. (2003) en Guthrie en Petty (2003) bestuderen de informatierapportering over de immateriële bezittingen of het intellectueel kapitaal van ondernemingen. Onze studie is verschillend ten opzichte van de geciteerde studies doordat we zowel de informatie-aanbevelingen van de AICPA (1994) als de informatie-items gerelateerd aan de immateriële bezittingen van de onderneming opnemen in onze informatie-index.

In een eerste sectie van dit hoofdstuk bespreken we de informatieverplichtingen waaraan Belgische beursgenoteerde ondernemingen dienen te voldoen. Hierdoor zijn we in staat om een indruk te krijgen van de niet-financiële informatie die Belgische ondernemingen vrijwillig kunnen verschaffen. Vervolgens worden enkele bevindingen uit de literatuur besproken met betrekking tot de rapportering van vrijwillige niet-financiële informatie. De derde sectie licht de onderzoeksopzet toe, terwijl de vierde sectie de onderzoeksresultaten bespreekt betreffende de mate waarin Belgische beursgenoteerde ondernemingen vrijwillig niet-financiële informatie verstrekken in hun jaarverslagen. Deze analyse wordt uitgevoerd in drie tijdsperioden – in 2001, 2003 en 2005 – waardoor we in de mogelijkheid zijn om een eventuele trend te detecteren in de rapportering van niet-financiële informatie.

3.1 De verplichte informatieverstrekking door Belgische beursgenoteerde ondernemingen

Belgische beursgenoteerde ondernemingen hebben de taak hun belanghebbenden te informeren over hun financiële prestaties en hun financiële positie. De belangrijkste informatie die ondernemingen verplicht dienen te verstrekken is de jaarrekening. De jaarrekening bevat financiële informatie waarvan zowel de inhoud als de vorm opgesteld worden op basis van boekhoudstandaarden die ondernemingen dienen toe te passen.

In België werden de eerste informatieverplichtingen opgelegd in 1913. Meer specifiek dienden Belgische ondernemingen een jaarrekening op te stellen bestaande uit een balans en een resultatenrekening, die inhoudelijk beknopter waren dan de huidige balans en resultatenrekening. Een volgende significante uitbreiding van de verplichte informatieverstrekking voor Belgische ondernemingen situeerde zich in de loop van de jaren zeventig. Onder impuls van de Vierde EU-Richtlijn werden de wet van 17 juli 1975 betreffende de wijze waarop de boekhouding gevoerd moet worden en het Koninklijk Besluit (K.B.) van 8 oktober 1976 betreffende het opstellen van de jaarrekening en de openbaarmakingsverplichtingen uitgevaardigd. Deze reglementeringen beperken zich hoofdzakelijk tot het verstrekken van financiële informatie over de individuele ondernemingen. De Zevende EU-Richtlijn van 13 juni 1983 regelt de informatieverstrekking voor groepen van ondernemingen. Deze Richtlijn werd middels het K.B. van 6 maart 1990 omgezet in Belgische boekhoudregels. Dit K.B., alsook het K.B. van 8 oktober 1976 werden geactualiseerd na goedkeuring van de vennootschapswet van 7 mei 1999 en het hieraan gekoppeld K.B. van 30 januari 2001.

De Europese verordening nr. 1606/2002 is een volgende mijlpaal in de verplichte informatieverstrekking in jaarrekeningen. Deze verordening is onderdeel van het Actieplan Financiële Diensten dat in 1999 werd uitgevaardigd met als doelstelling de transparantie en de vergelijkbaarheid van de informatieverstrekking op Europese kapitaalmarkten te bevorderen. Eén van de belangrijkste wijzigingen is hierbij verordening nr. 1606/2002 die aan alle

ondernemingen genoteerd op een Europese markt de verplichting oplegt om vanaf het boekjaar 2005 de geconsolideerde jaarrekening op te stellen conform de IAS/IFRS normen in plaats van de lokale boekhoudregels. De lidstaten van de Europese Unie kunnen zelf een beslissing nemen over welke boekhoudstandaarden gevolgd moeten worden voor het opstellen van de enkelvoudige jaarrekening. Zo moeten Belgische beursgenoteerde ondernemingen hun enkelvoudige jaarrekening nog conform de lokale Belgische boekhoudregels opstellen.

Gelijktijdig met de jaarrekening zijn beursgenoteerde ondernemingen verplicht tot het neerleggen van een jaarverslag. Dit document interpreteert en becommentarieert de jaarrekening en geeft een overzicht van de financiële ontwikkeling en positie van de onderneming. De minimuminhoud van een jaarverslag is vastgelegd in artikel 96 van het Wetboek van Vennootschappen dat op haar beurt een omzetting is van artikel 46 van de Vierde Europese Richtlijn. Dit laatste artikel werd middels de Moderniseringsrichtlijn van 18 juni 2003 aangepast waardoor een jaarverslag naast financiële indicatoren ook, in de mate van het mogelijke, niet-financiële prestatiemaatstaven dient te rapporteren met inbegrip van informatie betreffende milieu- en personeelsaangelegenheden. De wettelijke bepalingen zijn evenwel zeer vaag over welke niet-financiële indicatoren een onderneming dient te rapporteren in het jaarverslag.

De Belgische beursgenoteerde ondernemingen zijn ook verplicht tot het opstellen van een sociale balans. Dit document bevat niet-financiële informatie over de tewerkstelling in een onderneming. De sociale balans heeft vooral tot doel om de impact van de verschillende overheidsmaatregelen ter bevordering van de werkgelegenheid in kaart te brengen (De Lembre et al. 2002; Ooghe en Dehaene, 1999; Duchau & Gaeremynck, 1997). De wettelijke bepalingen met betrekking tot de sociale balans zijn opgenomen in het K.B. van 4 augustus 1996. In het bijzonder bevat de sociale balans gegevens over het aantal tewerkgestelde personen, het personeelsverloop, maatregelen die ten gunste van de werkgelegenheid worden genomen en informatie over opleiding en vorming. De sociale balans dient samen met de jaarrekening neergelegd te

worden bij de Balanscentrale. De Belgische beursgenoteerde ondernemingen in ons onderzoek rapporteren de integrale sociale balans wel niet in de toelichting van de jaarrekening die opgenomen is in het jaarverslag of jaarbrochure dat zij ter beschikking stellen aan investeerders, financiële analisten en andere belanghebbenden. De meeste ondernemingen bespreken enkel gegevens over het personeel als een onderdeel van de narratieve sectie van het jaarverslag.

Naast de informatie die Belgische beursgenoteerde ondernemingen conform de boekhoudstandaarden verstrekken, dienen zij ook te voldoen aan de vereisten die opgelegd worden door de Belgische beursautoriteit, de Commissie voor Bank- Financie- en Assurantiewezen (CBFA). De verplichtingen van de CBFA zijn opgenomen in het K.B. van 31 maart 2003 inzake de verplichtingen van ondernemingen genoteerd op een Belgische gereglementeerde markt. Dit K.B. is eveneens een omzetting van de Europese verordeningen die voortgevloeid zijn uit het Actieplan Financiële Diensten. Tenslotte vereist ook de beursmarkt Euronext dat de Belgische beursgenoteerde ondernemingen voldoen aan een aantal informatieverplichtingen en dit in overeenstemming met de Euronext Rule Book.

Voor meer details aangaande de verplichte informatieverstrekking wordt verwezen naar bijlage 1. Meer specifiek worden in deze bijlage de niet-financiële gegevens vermeld die Belgische ondernemingen verplicht zijn te rapporteren zoals opgenomen in de vennootschapswetgeving, de bepalingen van de CBFA en de richtlijnen van Euronext. Ter illustratie worden in figuur 3.1 enkele voorbeelden weergegeven van verplichte financiële en niet-financiële informatie-items die Belgische beursgenoteerde ondernemingen dienen te rapporteren. Tevens zijn een aantal voorbeelden opgenomen van financiële en niet-financiële informatie-items die Belgische beursgenoteerde ondernemingen vrijwillig kunnen verstrekken.

Figuur 3.1: Voorbeelden van verplichte/vrijwillige en financiële/niet-financiële informatie-items die Belgische ondernemingen dienen of kunnen verstrekken

	FINANCIEEL	**NIET-FINANCIEEL**
VERPLICHT	- Balans - Resultatenrekening - Toelichting - Kasstromentabel (enkel voor de geconsolideerde jaarrekening) - Staat van wijziging eigen vermogen (enkel voor de geconsolideerde jaarrekening) - Tussentijdse balans - Tussentijdse resultatenrekening - Nettoresultaat per aandeel - Uitgekeerde dividenden	- Een commentaar op de jaarrekening waarbij een getrouw overzicht wordt gegeven van de gang van zaken en van de positie van de vennootschap - Informatie over de belangrijke gebeurtenissen die na het einde van het boekjaar hebben plaatsgevonden - Informatie over de omstandigheden die de ontwikkeling van de vennootschap aanmerkelijk kunnen beïnvloeden - Gevoelige informatie zoals informatie over de verwerving of overdracht van een onderneming - Samenstelling raad van bestuur - Milieu-informatie - Sociale balans
VRIJWILLIG	- Investeringsanalyses - Kostencalculaties - Overzicht wijziging eigen vermogen (enkelvoudige jaarrekening) - Functionele classificatie van de kosten (enkelvoudige jaarrekening) - Financiële ratio's zoals liquiditeit of solvabiliteit	- Klantentevredenheid - Volume aan verkochte eenheden - Evolutie in de aankoopprijzen - Afzetgebieden - Nieuwe producten - Strategie van de onderneming - Omschrijving van merken, octrooien, patenten - Concurrentiepositie - Werknemerstevredenheid - Belangrijkste aandeelhouders

3.2 Bevindingen uit de literatuur en hypothese-opbouw

Diverse wetenschappelijke studies hebben de mate van niet-financiële informatieverschaffing door beursgenoteerde ondernemingen bestudeerd. De meerderheid van deze studies geven een overzicht van de hoeveelheid aan niet-financiële informatie die op éénzelfde tijdstip verschaft wordt. Slechts een beperkt aantal studies onderzoeken de mate waarin ondernemingen hun rapporteringsmodel aangepast hebben over een bepaalde periode. In de volgende paragrafen wordt een niet-limitatief overzicht gegeven van studies die de rapportering van niet-financiële informatie door ondernemingen onderzocht hebben.

Niet-financiële informatie (algemeen)

Eén van de eerste studies die de hoeveelheid aan niet-financiële informatie gerapporteerd door ondernemingen onderzocht heeft, is de studie van Chow en Wong-Boren (1987). Zij analyseren de inhoud van jaarverslagen van 52 Mexicaanse ondernemingen op de aanwezigheid van diverse financiële en 10 niet-financiële informatie-items. De onderzoeksresultaten wijzen uit dat 46 van de 52 ondernemingen melding maken van informatie over de bestuurders van de onderneming. De overige niet-financiële informatie-items zoals informatie over de doelstellingen, de producten, de werknemers of onderzoek en ontwikkeling, worden door slechts een beperkt aantal ondernemingen gerapporteerd.

Meek et al. (1995) vergelijken de jaarverslagen van 116 Amerikaanse, 64 Britse en 46 Continentaal Europese multinationals. De onderzoeksresultaten geven aan dat de ondernemingen in Continentaal Europa vrijwillig meer niet-financiële informatie (over onder meer onderzoek en ontwikkeling, overnames en de strategie van de onderneming) verstrekken aan hun belanghebbenden dan Britse en Amerikaanse ondernemingen. Dit verschil wordt verklaard doordat de kwaliteit van de financiële informatie beter is in de Angelsaksische ondernemingen in vergelijking met de ondernemingen uit Continentaal Europa (Leuz et al., 2003; Mueller et al., 1994). Om tegemoet te komen aan de

conservatieve en minder kwaliteitsvolle financiële gegevens, rapporteren Continentaal Europese ondernemingen vrijwillig meer niet-financiële informatie.

Een gelijkaardig resultaat wordt gevonden door Bergamini en Zambon (2003). De ondernemingen gevestigd in Continentaal Europa – namelijk in Frankrijk en Duitsland – rapporteren in totaal meer niet-financiële informatie dan de Britse ondernemingen. In dezelfde studie wordt wel gevonden dat de Britse ondernemingen significant meer corporate governance informatie rapporteren dan de ondernemingen uit de 'code law' landen. De reden hiervoor is dat Groot-Brittannië een langere traditie kent in het uitvaardigen van aanbevelingen ter verbetering van de corporate governance binnen een onderneming. Duitse ondernemingen verstrekken dan weer wel meer informatie over innovatie, terwijl de jaarverslagen van ondernemingen uit andere landen hierover weinig informatie verschaffen. Verder rapporteren, met uitzondering van Italiaanse ondernemingen, alle ondernemingen gemiddeld genomen veel informatie over de strategie van de organisatie. Er wordt weinig informatie vermeld over de organisatiestructuur en over de klanten.

Zoals hoger aangehaald hebben diverse organisaties rapporteringsmodellen ontwikkeld met het oog op het verbeteren van de informatieverstrekking door beursgenoteerde ondernemingen. Het model of de aanbevelingen uitgevaardigd door de *American Institute of Certified Public Accountants* (AICPA)[4] wordt in een aantal studies als basis gebruikt om na te gaan in welke mate ondernemingen financiële en niet-financiële informatie-indicatoren rapporteren. De aanbevelingen van de AICPA die in 1994 werden gepubliceerd zijn geselecteerd op basis van de wensen en de noden van diverse belanghebbenden van de onderneming.

Zo onderzoeken Robb et al. (2001) de mate waarin 192 ondernemingen uit Australië, Canada en de VS de niet-financiële informatie-items opgenomen in de AICPA (1994) paper rapporteren in hun jaarverslagen. De auteurs stellen vast dat er vooral gegevens over de producten en de diensten en over het management en de strategie van de onderneming verstrekt worden. Er wordt

[4] Deze aanbevelingen worden meer in detail toegelicht in onderdeel 3.3.

minder informatie gerapporteerd over de belanghebbenden van de onderneming (bijvoorbeeld informatie over de concurrentiepositie of de leveranciers), over de trends die een invloed hebben op een onderneming en over de klanten. Voorts verschaffen de Amerikaanse ondernemingen meer niet-financiële informatie dan de Australische en de Canadese ondernemingen.

Vanstraelen et al. (2003) maken in hun onderzoek naar de mate van de niet-financiële informatieverstrekking bij ondernemingen in Continentaal Europa gebruik van dezelfde informatie-index als in de studie van Robb et al. (2001). Op basis van een inhoudsanalyse van 120 jaarverslagen van Belgische, Nederlandse en Duitse ondernemingen actief in de industriële sector besluiten Vanstraelen et al. (2003) dat de Nederlandse bedrijven meer vrijwillige informatie vermelden in hun jaarverslagen dan Belgische en Duitse ondernemingen. Net zoals in de studie van Robb et al. (2001) verstrekken ondernemingen vooral informatie over de producten en diensten en informatie over de strategie en het management van de onderneming. Ondanks het feit dat Vanstraelen et al. (2003) en Robb et al. (2001) dezelfde informatie-index gebruiken in hun studies, is het moeilijk om op basis van hun onderzoeksresultaten conclusies te trekken of de Angelsaksische ondernemingen meer of minder niet-financiële informatie verstrekken dan de ondernemingen uit Continentaal Europa. De reden hiervoor is dat Robb et al. (2001) een gewicht toekennen aan een informatie-item al naargelang dit item beperkt of uitgebreid besproken wordt. Vanstraelen et al. (2003) daarentegen onderzoeken enkel of een informatie-item al dan niet vermeld is in de jaarverslagen, zonder toekenning van gewichten.

Beattie et al. (2004) baseren hun informatie-index eveneens op de lijst van aanbevelingen die opgesteld werden door de AICPA (1994) en concluderen dat de jaarverslagen van de 11 onderzochte Britse ondernemingen vooral achtergrondinformatie over de onderneming en informatie over de bestuurders en het uitvoerend management van de onderneming bevatten. In deze jaarverslagen wordt minder aandacht besteed aan toekomstgerichte informatie en aan informatie over de belanghebbenden van de onderneming.

Botosan (1997) analyseert de inhoud van 122 jaarverslagen van ondernemingen die actief zijn in de industriële sector en stelt een sterke variatie vast in het aantal niet-financiële informatie-items dat elke onderneming rapporteert. De index van Botosan (1997) is grotendeels geïnspireerd op de AICPA (1994) aanbevelingen en bevat achtergrondinformatie over de onderneming, niet-financiële prestatiemaatstaven en een analyse van bedrijfsinformatie door het management. Cahan et al. (2005) passen dezelfde index als Botosan (1997) toe en vinden na een analyse van 216 jaarverslagen opgesteld door de grootste ondernemingen van de wereld dat er vooral achtergrondinformatie over de onderneming en analyses van bedrijfsinformatie door het management verschaft worden. Toekomstgerichte informatie wordt zeer weinig verstrekt.

Ho en Wong (2001a) bestuderen de vrijwillige informatieverstrekking van ondernemingen uit Hong Kong. De informatie-index bestaat uit een lijst van 20 financiële en niet-financiële informatie-items die financiële analisten van belang vinden bij het vellen van een oordeel over de onderneming. Op basis van een analyse van 98 jaarverslagen besluiten de auteurs dat jaarverslagen vooral informatie verschaffen over de toekomstperspectieven van de onderneming, over de producten en diensten die ze aanbieden en over de strategie van de onderneming. Een beperkt aantal jaarverslagen geven informatie over het marktaandeel of over de analyse van de financiële positie van de onderneming.

Intellectueel kapitaal

Verschillende studies bestuderen de mate waarin ondernemingen informatie over het intellectueel kapitaal rapporteren. Het begrip "intellectueel kapitaal" kent diverse synoniemen zoals intellectuele kennis, kenniskapitaal of immateriële activa (Upton, 2001; Guthrie en Petty, 2000), maar er is geen algemeen aanvaarde definitie voor dit begrip (Abdolmohammadi, 2005; Lev en Zambon, 2003; Meritum, 2002). Er is wel overeenstemming dat het intellectueel kapitaal van een onderneming gerelateerd is aan de immateriële bezittingen van een onderneming die in de toekomst waarde genereren. Verder worden de verschillende items van het intellectueel kapitaal in drie categorieën ingedeeld, namelijk humaan kapitaal, interne structuur (of ondernemingskapitaal) en

externe structuur (of relationeel kapitaal). Dit raamwerk wordt toegepast door diverse auteurs zoals onder meer Guthrie et al. (2004), Bozzolan et al. (2003), Brennan (2001) en Guthrie en Petty (2000). Humaan kapitaal is gedefinieerd als de vaardigheden en de kennis die de werknemers van de organisatie bezitten en bevat informatie-items zoals creativiteit, werknemerstevredenheid, opleiding of expertise van de werknemers. Interne structuur is gerelateerd aan de kennis, structuren of systemen die binnen de organisatie aanwezig zijn zoals patenten, de bedrijfscultuur of informatiesystemen. Externe structuur is verbonden aan de waarden in de omgeving van de onderneming zoals merknamen, de klantentevredenheid of licenties (Bozzolan et al., 2003; Guthrie en Petty, 2000).

Kenmerkend bij de studies die de rapportering van het intellectueel kapitaal van een onderneming onderzoeken, is de kleinschaligheid van deze onderzoeken. Guthrie en Petty (2000) bijvoorbeeld bestuderen 20 jaarverslagen opgesteld door de grootste Australische ondernemingen. Zij vinden dat deze ondernemingen een beperkte hoeveelheid aan informatie over het intellectueel kapitaal verstrekken, waarbij er meer informatie over de externe structuur wordt gerapporteerd in vergelijking met de interne structuur en met het humaan kapitaal. De reden hiervoor is dat de belanghebbenden meer interesse vertonen in informatie over de externe structuur (in het bijzonder informatie over de distributiekanalen, het marktaandeel en de klanten). Voorts concluderen Guthrie en Petty (2000) dat de ondernemingen weinig structuur brengen in de wijze waarop ze informatie over het intellectueel kapitaal verschaffen. De ondernemingen geven onder meer te weinig informatie over de relatie tussen het intellectueel kapitaal en de ondernemingswaarde. Gelijkaardige bevindingen worden vastgesteld door Brennan (2001) op basis van een analyse van jaarverslagen opgesteld door 11 Ierse ondernemingen en door Bozzolan et al. (2003) op basis van een studie van jaarverslagen van 30 Italiaanse ondernemingen.

Olsson (2001) vindt voor een steekproef van 18 Zweedse ondernemingen dat zij eveneens weinig gegevens vermelden over het humaan kapitaal. Entwistle (1999) bestudeert 113 jaarverslagen opgesteld door Canadese ondernemingen op de aanwezigheid van informatie-items die gerelateerd zijn aan onderzoek en

ontwikkeling. De auteur concludeert dat deze ondernemingen hoofdzakelijk informatie verspreiden over productontwikkeling, productinnovatie en productgerelateerde informatie. Een beperkt aantal jaarverslagen maakt melding van informatie over de strategie inzake onderzoek en ontwikkeling.

Vandemaele et al. (2005) bekijken het rapporteringsgedrag met betrekking tot informatie over het intellectueel kapitaal van de 20 grootste beursgenoteerde ondernemingen van Nederland, Zweden en het Verenigd Koninkrijk. Over de periode 1998-2000 wordt dienaangaande een stijging vastgesteld in de rapportering van dergelijke informatie, terwijl er geen verandering wordt vastgesteld over de periode 2000-2002. De vergelijking tussen de verschillende landen geeft aan dat Zweedse ondernemingen meer gegevens over het intellectueel kapitaal rapporteren, gevolgd door Nederlandse ondernemingen en Britse ondernemingen. Britse ondernemingen blijken in deze studie, net zoals bij Bergamini en Zambon (2003), weinig gegevens te vermelden. Verder wordt er vooral informatie over de externe structuur gerapporteerd, gevolgd door de interne structuur en het humaan kapitaal.

Abdolmohammadi (2005) concludeert voor een steekproef van 58 Amerikaanse beursgenoteerde ondernemingen dat deze ondernemingen meer gegevens over het intellectueel kapitaal vermelden in hun jaarverslagen gedurende de periode 1993-1997. Wanneer enkel de mate van informatieverstrekking bestudeerd wordt, verspreiden de Amerikaanse ondernemingen vooral informatie over de merken (externe structuur), terwijl er in mindere mate gegevens vermeld worden over onderzoek en ontwikkeling en over innovatie (interne structuur). Een stijgende trend in de rapportering van informatie over het intellectueel kapitaal wordt ook vastgesteld door Abeysekera en Guthrie (2004) na een analyse van 30 ondernemingen uit Sri Lanka. Net zoals bij bovenstaande studies rapporteren deze ondernemingen vooral informatie over het extern kapitaal van een onderneming.

Corporate governance

Collett en Hrasky (2005) onderzoeken de mate waarin 29 Australische ondernemingen vrijwillig corporate governance informatie rapporteren in hun jaarverslagen. Zij concluderen dat de meeste jaarverslagen informatie over de samenstelling en de structuur van de raden van bestuur verstrekken. In slechts een beperkt aantal jaarverslagen wordt melding gemaakt van interne controlesystemen en van de beperkingen die aan de leden van de raad van bestuur opgelegd worden voor het verhandelen van hun aandelen. Verder vinden Campbell et al. (2001) dat 67% van de ondernemingen met een notering op het Engelse beurssegment FTSE 100, informatie over hun missie verspreiden.

Maatschappelijke verslaggeving

Diverse studies onderzoeken de maatschappelijke verslaggeving van ondernemingen. Adams et al. (1998) stellen dat de maatschappelijke verslaggeving drie rubrieken bevat: de rapportering van milieu-informatie, de rapportering van sociale informatie over de werknemers en de werkgelegenheid, en de rapportering van ethische aspecten. De sociale balans die Belgische beursgenoteerde ondernemingen dienen op te stellen kan dan ook beschouwd worden als een vorm van maatschappelijke verslaggeving. In de literatuur stellen we vast dat ondernemingen vooral informatie verstrekken van de twee eerste rubrieken, maar dat ze weinig aandacht schenken aan het vrijgeven van informatie over ethische kwesties. Adams et al. (1995) bijvoorbeeld vinden dat de meeste van de 100 grootste Britse ondernemingen in hun steekproef informatie over hun aanwervingen en over hun opleiding rapporteren, terwijl slechts enkele jaarverslagen informatie verspreiden over ethische zaken zoals gelijkekansenbeleid. Kolk (2002) onderzoekt de maatschappelijke verslaggeving van bedrijven uit de Fortune Global 250. Deze auteurs vinden dat in bijna 90 % van de jaarverslagen sociale informatie wordt besproken over de veiligheid, de gezondheid en de samenstelling van het personeelsbestand. Er wordt weinig informatie vermeld over ethische zaken. De studie van Vuontisjärvi (2006) toont aan dat Finse ondernemingen vooral informatie verschaffen over de opleiding en de vergoeding van werknemers, terwijl er eveneens minder gegevens verstrekt worden over ethische kwesties.

Moneva en Llena (2000) concentreren hun onderzoek op de mate waarin Spaanse ondernemingen milieu-informatie rapporteren. Deze auteurs vinden op basis van een analyse van 70 jaarverslagen dat ondernemingen te weinig milieu-informatie verstrekken volgens de wensen van de belanghebbenden, maar dat er wel een significante verbetering merkbaar is over de periode 1992-1994. Een stijging in de rapportering van informatie over milieu-aspecten wordt ook vastgesteld in de studie van Cormier en Magnan (2003) over de periode 1992-1997.

Informatierapportering op websites

Alle bovenstaande studies bestuderen de mate van niet-financiële informatierapportering middels een analyse van jaarverslagen. Een beperkt aantal studies bestuderen de websites van ondernemingen om na te gaan of ondernemingen niet-financiële informatie rapporteren. Zo stellen Oyelere et al. (2003) vast dat, met uitzondering van één onderneming, alle ondernemingen in de steekproef informatie over hun producten of diensten vermelden op hun website. De steekproef bestaat uit 123 beursgenoteerde ondernemingen uit Nieuw-Zeeland waarvan de websites aan het einde van 1998 bestudeerd werden. Verder concludeert de auteur dat 94% van de ondernemingen achtergrondinformatie over de onderneming vermeldt, terwijl 67% van de ondernemingen nieuwsberichten rapporteert op de websites. In mindere mate vindt een belanghebbende op deze websites informatie over de werknemers (12% van de ondernemingen) en sociale informatie (22% van de ondernemingen). Marston en Polei (2004) concluderen dat Duitse ondernemingen weinig niet-financiële informatie rapporteren op hun websites. De meeste websites van ondernemingen bevatten wel enige informatie over de bestuurders, het management en de aandeelhouders van de onderneming, maar sociale informatie en milieugerelateerde informatie komt weinig aan bod op een website. De resultaten zijn daarmee analoog aan de onderzoeksresultaten van Oyelere et al. (2003). Marston en Polei (2004) vinden wel dat de hoeveelheid aan sociale informatie gestegen is over de periode 2000-2003.

Op basis van de bovenstaande studies kunnen we besluiten dat de belanghebbenden van een onderneming vaak achtergrondinformatie over de onderneming en informatie over het management en de bestuurders kunnen vinden in jaarverslagen. Daarentegen wordt in jaarverslagen weinig toekomstgerelateerde informatie, informatie over de concurrenten, klanten of leveranciers van de onderneming en informatie over het intellectueel kapitaal (in het bijzonder interne structuur en humaan kapitaal) gerapporteerd. Of deze bevindingen ook van toepassing zijn voor Belgische ondernemingen zal toegelicht worden in onderdeel 3.4.

Bijkomend onderzoeken we de mate waarin Belgische ondernemingen al dan niet meer niet-financiële informatie rapporteren in hun jaarverslagen over de periode 2001-2005. Een aantal studies (Vandemaele et al., 2005, Marston en Polei, 2004 en Moneva en Llena, 2000) stellen vast dat de beursgenoteerde ondernemingen meer niet-financiële gegevens rapporteren over een bepaalde tijdsperiode. In analogie met deze studies verwachten we dat Belgische beursgenoteerde ondernemingen in de tijd eveneens meer vrijwillige niet-financiële informatie verstrekken. Ten eerste zijn de deelnemers op de financiële markten steeds vragende partij dat ondernemingen meer informatie verschaffen zodat het voor hen makkelijker gemaakt wordt om investeringsbeslissingen te nemen (Beretta en Bozzolan, 2004, Grüning en Stöckmann, 2004; Kristensen en Westlund, 2004). Daarnaast bevestigen diverse studies dat niet-financiële informatie waarderelevante informatie is voor de deelnemers van de kapitaalmarkt (Juntilla et al., 2005; Hirschey et al. 2001; Ittner en Larcker, 1998). Bovendien kunnen ondernemingen genieten van een aantal voordelen wanneer zij vrijwillige informatie ter beschikking stellen (cfr. deel I). Tenslotte stimuleren wetgevende initiatieven (onder meer het Actieplan Financiële Diensten) het rapporteren van meer financiële en niet-financiële informatie. Hierdoor wordt de volgende hypothese geformuleerd:

Hypothese 3.1: *Belgische beursgenoteerde ondernemingen verstrekken over de bestudeerde tijdsperiode meer vrijwillige niet-financiële informatie.*

3.3 Onderzoeksopzet

De mate van vrijwillige niet-financiële informatierapportering door ondernemingen wordt onderzocht middels een inhoudsanalyse van jaarverslagen. Jaarverslagen zijn voor financiële analisten en investeerders belangrijke informatiebronnen voor het vergaren van informatie (Blij, 2001; Ho en Wong, 2001a; Vergoossen, 1993) omdat deze documenten zowel de financiële staten van de onderneming bevatten als een gedetailleerde analyse van de activiteiten van de onderneming. Ook de Belgische sell-side financiële analisten beschouwen jaarverslagen als één van de drie belangrijkste bronnen voor het verzamelen van informatie over een onderneming (cfr. hoofdstuk 6). Bovendien zijn jaarverslagen interessant om analyseren daar er een positieve correlatie bestaat tussen de mate van rapportering in jaarverslagen en de mate van rapportering in andere informatiebronnen (Botosan, 1997; Lang en Lundholm, 1993). Hierdoor zijn jaarverslagen een goede benadering voor de totale informatieverstrekking door ondernemingen. Jaarverslagen worden wel bekritiseerd voor het historische karakter van de informatie die er verstrekt wordt. Hierdoor is de relevantie van de vermelde informatie beperkt (Baginski et al., 2002; Ashbaugh en Olsson, 2002; Hung, 2000; Francis en Schipper, 1999).

De mate waarin Belgische beursgenoteerde ondernemingen vrijwillig niet-financiële informatie rapporteren, wordt bestudeerd middels een analyse van de narratieve secties van het jaarverslag. Een jaarverslag bestaat uit twee onderdelen: een narratieve sectie en de financiële sectie. De financiële sectie bestaat uit de geconsolideerde en de enkelvoudige jaarrekening van de onderneming. De overige onderdelen van het jaarverslag behoren toe tot de narratieve sectie. Dit onderdeel bevat onder meer het verslag van de raad van bestuur, het overzicht van de activiteiten van de onderneming, het sociaal verslag of het corporate governance gedeelte. Zoals gesteld wordt enkel de narratieve sectie onderzocht omdat de financiële sectie enkel financiële informatie omvat.

De toegepaste methodologie is een inhoudsanalyse. Inhoudsanalyse is een techniek om data te verzamelen uit geschreven documenten waarbij informatie

gecodeerd wordt in vooraf bepaalde categorieën om alzo patronen in de rapportering en de presentatie van informatie te kunnen vaststellen (Guthrie en Petty, 2000; Krippendorf, 1980). De techniek van inhoudsanalyse wordt vaak gebruikt om een idee te krijgen van de mate waarin ondernemingen informatie rapporteren. Inhoudsanalyse maakt de assumptie dat de frequentie dat een onderwerp vermeld wordt een indicatie is van het belang van dit onderwerp.

Bij de toepassing van inhoudsanalyse kunnen twee methoden onderscheiden worden. De eerste methode maakt gebruik van een door de onderzoeker gecreëerde informatie-index. Hierbij wordt ex ante een lijst van items opgesteld waarna de documenten geanalyseerd worden op de aan- of afwezigheid van deze informatie-items. Bij deze techniek wordt meestal een binair codeerschema gehanteerd om aan te geven of het item al dan niet vermeld wordt. De geaggregeerde indexscore – de optelsom van de individuele scores per item - is dan een maatstaf voor de mate van informatieverstrekking. Zo maken onder meer Gul en Leung (2004), Guthrie en Petty (2000) en Gray et al. (1995) gebruik van deze techniek. Sommige studies (onder meer Robb et al., 2001) wegen hun index op basis van de kwaliteit of de informatiewaarde van de informatie die verstrekt wordt. Zarzeski (1996), Meek et al. (1995), Cooke (1989) en Marston en Shrives (1991) benadrukken echter dat de resultaten van een gewogen index gelijkaardig zijn aan de resultaten van een niet-gewogen index. Bovendien stelt Cooke (1989) vast dat de ondernemingen die meer waardevolle informatie verstrekken ook meer minder waardevolle informatie verstrekken.

De tweede methode is de thematische inhoudsanalyse (Beattie et al., 2002). Hierbij wordt elke tekst geanalyseerd op de aard en de hoeveelheid van de gerapporteerde informatie. Bij deze techniek worden het aantal woorden of het aantal zinnen geteld dat gerelateerd is aan een bepaalde topic. Er wordt bij deze methode niet uitgegaan van een ex ante opgestelde informatie-index.

In onze studie wordt gebruik gemaakt van de eerste methode. Meer specifiek wordt een informatie-index opgesteld waarna de jaarverslagen geanalyseerd worden op de aanwezigheid van elk informatie-item. Een binair coderingsschema

wordt toegepast waarbij een informatie-item de waarde "0" krijgt indien het item niet gerapporteerd wordt en de waarde "1" in het andere geval. Hierbij dient echter aangehaald te worden dat deze techniek als nadeel heeft dat er geen uitspraak gedaan kan worden over de kwaliteit van de informatieverstrekking.

Het opstellen van een informatie-index is in zekere zin onderworpen aan subjectiviteit daar er geen algemene theoretische richtlijnen bestaan (Bukh et al., 2005; García-Meca et al., 2004). Hierdoor kunnen er problemen ontstaan op het vlak van de betrouwbaarheid en de validiteit van de resultaten (Marston en Shrives, 1991). Betrouwbaarheid houdt in dat dezelfde resultaten bekomen worden wanneer hetzelfde onderzoek door een andere onderzoeker wordt gerepliceerd. Validiteit is de mate waarin de maatstaf meet wat de maatstaf beoogt te meten (Weber, 1985).

Het nastreven van de betrouwbaarheid in ons onderzoek wordt gerealiseerd door te kiezen voor een binair coderingssysteem waardoor de mate van subjectiviteit beperkt wordt (Ferguson et al., 2002; Hossain et al., 1995; Chow en Wong-Boren, 1989). Bovendien wordt de betrouwbaarheid van de informatie-index nagegaan door het testen van de interne consistentie. Hierbij berekenen we de *cronbach's alpha* coëfficiënt op basis van de gemiddelde covariantie tussen de scores op de verschillende items van onze informatie-index. De maatstaf is een functie van het aantal items (N) en de gemiddelde inter-correlatie (r) tussen de items. In formulevorm wordt de *cronbach's alpha* als volgt voorgesteld:

$$\alpha = \frac{N * \bar{r}}{1 + (N-1) * \bar{r}}$$

De cronbach's alpha is geen statistische test; de score duidt enkel op de mate van interne consistentie of betrouwbaarheid. De waarde 1 is de maximale score en betekent dat de paarsgewijze correlatie tussen de verschillende items telkens 1 is. In de praktijk wordt een coëfficiënt van 0,7 of meer beschouwd als een goede score. Een dergelijk resultaat wijst erop dat de correlatie in zeer beperkte mate beïnvloed wordt door toevalsfouten (Gul en Leung, 2004).

Een andere mogelijkheid voor het testen van de validiteit is het toepassen van een factoranalyse voor het samenstellen van de informatiecategorieën, maar omdat de cronbach's alpha bevredigende resultaten oplevert, wordt deze techniek niet toegepast.

De gebruikte informatie-index voldoet aan het kwaliteitskenmerk validiteit indien de onderzoeksresultaten een indicatie geven van de mate waarin ondernemingen vrijwillige niet-financiële informatie rapporteren. Het succes van een index is hierbij afhankelijk van een kritische en een voorzichtige selectieprocedure van de informatie-items. De validiteit van de onderzoeksresultaten verhoogt naarmate de informatie-index ook gebruikt wordt in andere studies (Marston en Shrives, 1991). De informatie-index in onze studie is gebaseerd op de aanbevelingen van de *American Institute of Certified Public Accountants* (AICPA) en van de *Financial Accounting Standards Board* (FASB). De informatie-items vermeld door deze twee organisaties zijn ook de basis van informatie-indices die gebruikt worden in de onderzoeken van onder meer Vanstraelen et al. (2003), Robb et al. (2001) en Botosan (1997).

De accountantsorganisatie AICPA ontwikkelde in 1994, op basis van de wensen en noden van gebruikers van bedrijfsinformatie, een rapporteringsmodel bestaande uit financiële en niet-financiële informatie-items. Het zogenaamde Jenkins rapport suggereert dat het rapporteringsmodel van ondernemingen zowel toekomstgerichte informatie als informatie over de factoren met een invloed op de waardecreatie van de onderneming dient te omvatten. Het rapporteringsmodel, opgenomen in de studie *Improving business reporting – a customer focus,* bevat een exhaustieve reeks van aanbevelingen ter verbetering van de informatieverstrekking door ondernemingen. Hoewel het rapporteringsmodel niet alle door de gebruikers gewenste informatie opneemt, bevat het model voldoende relevante en betrouwbare informatie-elementen die door de meeste belanghebbenden gebruikt worden. De aanbevelingen worden gerangschikt in vijf informatiecategorieën, met name 'Operationele informatie en niet-financiële prestatiemaatstaven', 'Analyse van bedrijfsinformatie door het management', 'Toekomstgerichte informatie', 'Informatie over het management en de aandeelhouders' en 'Achtergrondinformatie over de onderneming'. Vier

informatiecategorieën bevatten hoofdzakelijk niet-financiële informatie. De eerste informatiecategorie 'Operationele informatie en niet-financiële prestatiemaatstaven' bestaat voornamelijk uit informatie van financiële aard.

In januari 1998 werden de aanbevelingen van het AICPA-rapporteringsmodel aangepast door FASB. Deze organisatie stelt zich tot doel om een aantal verbeteringen voor te stellen aangaande de externe verslaggeving door ondernemingen. De FASB vaardigde de volgende drie onderzoeksrapporten uit:

1) *Electronic Distribution of Business Reporting* (2001) dat de gegevensverstrekking op websites bestudeert;
2) *Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures* (2001) dat een overzicht geeft van de vrijwillige informatieverstrekking van een 60-tal belangrijke ondernemingen uit 8 sectoren;
3) *GAAP-SEC Disclosure Requirements* (2001) dat aanbevelingen formuleert ten aanzien van de verplichte informatieverstrekking.

In het kader van deze studie is vooral het tweede onderzoeksrapport van belang. Hierbij concludeert de FASB dat vele bedrijven reeds een uitgebreide hoeveelheid aan relevante informatie verstrekken, maar dat er nog meer inspanningen geleverd dienen te worden om vrijwillig informatie ter beschikking te stellen wegens de snelle veranderingen in de omgeving van de onderneming. In het bijzonder wenst de FASB dat een onderneming meer informatie verstrekt over het intellectueel kapitaal van de onderneming. Deze organisatie voegt dan ook een zesde informatiecategorie, namelijk de categorie 'Informatie over de immateriële bezittingen van de onderneming', toe aan de oorspronkelijke vijf categorieën van de AICPA (1994) paper. Deze uitbreiding is noodzakelijk gezien de waarde van een onderneming meer en meer bepaald wordt door het intellectueel vermogen van de onderneming. Het bekomen van een competitief voordeel is immers het resultaat van factoren zoals kennis, klantentevredenheid of innovatie (Bergamini en Zambon, 2002). In tegenstelling tot de AICPA-paper somt de FASB geen exhaustieve lijst van informatie-items op. Er worden enkel suggesties gedaan van mogelijke informatie-items die ondernemingen kunnen verstrekken aan hun belanghebbenden. De ondernemingen dienen zelf een

beslissing te nemen over welke informatie-items zij al dan niet wensen te rapporteren.

De informatie-index die we in onze studie gebruiken, bestaat uit vijf informatiecategorieën. Vier van deze categorieën zijn gebaseerd op de AICPA-aanbevelingen. De vijfde informatiecategorie bevat informatie-items van de bijkomende zesde informatiecategorie zoals gesuggereerd in de FASB (2001)-paper aangevuld met niet-financiële prestatiemaatstaven die opgenomen zijn in de informatiecategorie 'Operationele informatie en niet-financiële prestatiemaatstaven' van de AICPA (1994) paper. Deze niet-financiële prestatiemaatstaven kunnen immers beschouwd worden als informatie over de immateriële bezittingen van de onderneming. In onze informatie-index is deze informatiecategorie benoemd als 'Informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming'. In totaal bevat onze informatie-index 71 items die in de volgende vijf categorieën ingedeeld worden:

- ANA: 'Analyse van bedrijfsinformatie door het management': 11 items;
- TOE: 'Toekomstgerichte informatie': 11 items;
- MAN: 'Informatie over het management en de aandeelhouders': 6 items;
- AGI: 'Achtergrondinformatie over de onderneming': 23 items;
- INK: 'Informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming': 20 items.

De items van de categorieën ANA 'Analyse van bedrijfsinformatie door het management' en AGI 'Achtergrondinformatie over de onderneming' worden verder ingedeeld in een aantal subcategorieën volgens de classificatie opgenomen in de AICPA (1994) paper. De categorie ANA bestaat uit de subcategorie ANA.A 'Redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in prestatiemaatstaven' (6 items) en de subcategorie ANA.B 'Trends die een invloed hebben op de onderneming' (5 items). De informatiecategorie AGI wordt opgesplitst in drie subcategorieën, namelijk AGI.A 'Doelstellingen en strategie' (3 items), AGI.B 'Informatie over producten en diensten' (10 items) en AGI.C 'Informatie over de commerciële belanghebbenden van de onderneming' (10 items). De items van de informatiecategorie INK 'Informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming' worden geklasseerd in de

subrubrieken INK.A 'Humaan kapitaal' (7 items), INK.B 'Interne structuur' (8 items) en INK.C 'Externe structuur' (5 items). Deze laatste indeling is consistent met de eerdere studies die de mate van informatieverschaffing over het intellectueel kapitaal van een onderneming onderzoeken (o.m. Vandemaele et al., 2005; Bozzolan et al., 2003; Guthrie en Petty, 2000). Voor een overzicht van de informatie-items per (sub)categorie kan verwezen worden naar tabel 3.2, kolom 1.

In vergelijking met de informatie-index die we in hoofdstuk 2 gebruiken voor het bestuderen van de kwaliteit van de niet-financiële informatie gerapporteerd op websites, kunnen we stellen dat beide indices informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming, informatie over de klanten en de producten en informatie over het management en de aandeelhouders bevatten. De informatie-index van dit hoofdstuk bevat geen gegevens over maatschappelijke verslaggeving. De index gebruikt in hoofdstuk 2 bevat dan weer geen toekomstgerichte informatie, geen informatie over de analyse van bedrijfsinformatie door het management, geen informatie over de doelstellingen of de strategie van de onderneming en geen informatie over de leveranciers en de concurrenten.

De steekproef in onze studie bestaat uit alle Belgische beursgenoteerde ondernemingen die op 31 december 2005 een marktkapitalisatie van meer dan € 75 miljoen hadden en die gedurende de periode 2001-2005 een beursnotering hadden. De Belgische beursgenoteerde ondernemingen met een kleinere marktkapitalisatie van € 75 miljoen worden niet opgenomen in de steekproef omdat deze ondernemingen weinig of niet gevolgd worden door Belgische sell-side financiële analisten. Omwille van het unieke karakter van hun activiteiten, worden eveneens financiële instellingen, holdings, verzekeringsmaatschappijen en vastgoedbedrijven geëlimineerd uit de steekproef. Deze afbakening resulteert in een steekproef van 40 ondernemingen. Een overzicht van deze ondernemingen is opgenomen in tabel 3.1.

Tabel 3.1: Overzicht van de ondernemingen in de steekproef

Bedrijfsnaam	Sector	Markt-kapitalisatie 31/12/2005 (mio €)
Agfa Gevaert	Vervaardiging fotografisch materiaal	1986
Arinso	Consultant van hardware	227
Artwork Systems	Consultant en verkoop van software	183
Barco	Vervaardiging van electronische uitrusting	796
Bekaert	Vervaardiging van industriële producten	1700
Brantano	Kleinhandel in schoenen en kledij	135
CMB	Transport via water	975
Colruyt	Kleinhandel	4114
Deceuninck	Vervaardiging bouwmaterialen	538
Delhaize	Kleinhandel	5228
D'ieteren	Groothandel in auto's	1286
Dolmen	Consultant in software	91
Duvel Moortgat	Vervaardiging drank	173
Electrabel	Nutsvoorzieningen	33361
EVS	Media	404
Fluxys	Nutsvoorzieningen	271
IBA	Medisch materiaal	190
ICOS	Informatietechnologie	313
Inbev	Vervaardiging drank	22296
Innogenetics	Biotechnologie	281
Kinepolis Groep	Vrije tijd	201
Lotus Bakeries	Vervaardiging voedingsproducten	109
Melexis	Halfgeleiders	465
Mobistar	Telecommunicatie	4239
OmegaPharma	Groothandel in farmaceutische producten	1246
Option	Informatietechnologie	647
Picanol	Vervaardiging industriële producten	86
Punch International	Vervaardiging industriële producten	166
Quick	Vrije tijd	437
Recticel	Vervaardiging chemische materialen	209
Resilux	Vervaardiging plastic	74
Roularta	Media	519
Sioen	Vervaardiging industrieel textiel	178
Solvay	Vervaardiging chemische producten	7885
Ter Beke	Vervaardiging voedingsproducten	90
Tessenderlo	Vervaardiging chemische producten	746
UCB	Vervaardiging farmaceutische producten	5791
Umicore	Vervaardiging industriële producten	2571
VandeVelde	Vervaardiging textiel	417
VPK Packaging	Vervaardiging verpakking	228

Voor elke onderneming worden de narratieve secties van de jaarverslagen van de boekjaren 2001 (gepubliceerd in 2002), 2003 (gepubliceerd in 2004) en 2005 (gepubliceerd in 2006) bestudeerd op de aanwezigheid van elk van de 71 niet-financiële informatie-items. Hierdoor zijn we in de mogelijkheid om trends in de rapportering van niet-financiële informatie vast te stellen.

3.4 Onderzoeksresultaten

Deze sectie bespreekt de onderzoeksbevindingen over de mate en de evolutie in de rapportering van niet-financiële informatie door Belgische beursgenoteerde ondernemingen. We kunnen stellen dat onze onderzoeksbevindingen betrouwbaar zijn omdat de *cronbach's alpha* coëfficiënt, die de mate van interne consistentie meet, de kritische grens overschrijdt. Voor de jaarverslagen 2001, respectievelijk 2003 en 2005 bedraagt de maatstaf van interne consistentie voor de totale rapportering van niet-financiële informatie 0,72, respectievelijk 0,77 en 0,75. Deze scores tussen 0,7 en 0,8 betekenen dat de onderzoeksresultaten weinig beïnvloed worden door toevalsfouten. We bestuderen ook de scores voor elke niet-financiële informatiecategorie afzonderlijk en bekomen bevredigende resultaten.

Teneinde een zekere ordening in de resultaten te brengen, wordt geopteerd om de frequenties van de rapportering van niet-financiële informatie te classificeren in een aantal groepen. Dienaangaande worden er vier groepen weerhouden:

- Groep 1: De informatie-items die vaak tot altijd gerapporteerd worden in de jaarverslagen (in meer dan 80% van de jaarverslagen);
- Groep 2: De informatie-items die regelmatig gerapporteerd worden in de jaarverslagen (tussen 50% en 80% van de jaarverslagen);
- Groep 3: De informatie-items die soms gerapporteerd worden in de jaarverslagen (tussen 20% en 50% van de jaarverslagen);
- Groep 4: De informatie-items die weinig tot nooit gerapporteerd worden in de jaarverslagen (in minder dan 20% van de jaarverslagen).

In tabel 3.2 (kolommen 2 tot en met 4) worden de resultaten van de inhoudsanalyse van de jaarverslagen voor de drie analyseperioden opgenomen.

Tabel 3.2: De mate van rapportering van niet-financiële informatie: frequenties en de toewijzing aan groepen

Kolom 1: Informatie-items		Kolom 2: Jaarverslagen 2001		Kolom 3: Jaarverslagen 2003: wijziging t.o.v. 2001		Kolom 4: Jaarverslagen 2005: wijziging t.o.v. 2001	
		Freq. N=40	Groep	Freq. N=40	Groep	Freq. N=40	Groep
Categorie ANA: ANALYSE VAN BEDRIJFSINFORMATIE DOOR HET MANAGEMENT							
ANA.A Redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in de prestatiemaatstaven							
ANA.1	Redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in het volume van verkochte goederen en opbrengsten	88%	1	+ 5%	1	+ 10%	1
ANA.2	Redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in innovatie	33%	3	+ 5%	3	+ 8%	3
ANA.3	Redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in winstgevendheid	85%	1	- 3%	1	+ 8%	1
ANA.4	Redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in de lange termijn financiële positie	40%	3	+ 18%	2	+ 18%	2
ANA.5	Redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in de korte termijn liquiditeit en financiële flexibiliteit	30%	3	+ 3%	3	+ 3%	3
ANA.6	Identiteit en effect van uitzonderlijke of buitengewone gebeurtenissen	28%	3	+ 3%	3	+ 3%	3
ANA.B Trends die een effect hebben op de onderneming							
ANA.7	Identiteit en effect van sociale trends	15%	4	+ 5%	4	- 8%	4
ANA.8	Identiteit en effect van demografische trends	0%	4	+ 10%	4	+ 8%	4
ANA.9	Identiteit en effect van politieke trends	3%	4	0%	4	+ 8%	4
ANA.10	Identiteit en effect van macro-economische trends	58%	2	- 13%	3	+ 5%	2

Tabel 3.2: De mate van rapportering van niet-financiële informatie: frequenties en de toewijzing aan groepen (vervolg)

Kolom 1: Informatie-items		Kolom 2: Jaarverslagen 2001		Kolom 3: Jaarverslagen 2003: wijziging t.o.v. 2001		Kolom 4: Jaarverslagen 2005: wijziging t.o.v. 2001	
		Freq. N=40	Groep	Freq. N=40	Groep	Freq. N=40	Groep
ANA.11	Identiteit en effect van wetgevende trends	5%	4	+ 18%	3	+ 20%	3
Categorie TOE: TOEKOMSTGERICHTE INFORMATIE							
TOE.1	Beschrijving en oorzaak van risico's voor de onderneming	30%	3	+ 13%	3	+ 55%	1
TOE.2	Beschrijving en oorzaak van opportuniteiten voor de onderneming	58%	2	+ 8%	2	+ 33%	1
TOE.3	Het effect van risico's en opportuniteiten op het toekomstige bedrijfsresultaat en op de toekomstige kasstromen	8%	4	+ 8%	3	+ 30%	3
TOE.4	Activiteiten en plannen om de bedrijfsdoelstellingen en de strategie van de onderneming te realiseren	83%	1	0%	1	- 3%	1
TOE.5	Factoren die het management aanhaalt die aanwezig dienen te zijn in een onderneming om de bedrijfsdoelstellingen te realiseren	20%	4	+ 5%	3	+ 15%	3
TOE.6	Factoren die het management aanhaalt die aanwezig dienen te zijn in de externe omgeving om de bedrijfsdoelstellingen te realiseren	18%	4	- 10%	4	+ 3%	3
TOE.7	Vergelijking van de werkelijke prestaties van de onderneming met eerder gerapporteerde opportuniteiten, risico's of plannen van de onderneming	18%	4	+ 20%	3	+ 13%	3
TOE.8	Overzicht van nieuw geproduceerde goederen in de loop van de volgende jaren	30%	3	+ 13%	3	+ 23%	2
TOE.9	Bespreking van de verwachtingen inzake de groei van de onderneming	53%	2	+ 10%	2	+ 20%	2
TOE.10	Evolutie van macro-economische indicatoren (conjunctuur, wisselkoersen, e.d.) en de impact ervan op de onderneming	13%	4	+ 23%	3	+ 23%	3

Tabel 3.2: De mate van rapportering van niet-financiële informatie: frequenties en de toewijzing aan groepen (vervolg)

Kolom 1: Informatie-items		Kolom 2: Jaarverslagen 2001		Kolom 3: Jaarverslagen 2003: wijziging t.o.v. 2001		Kolom 4: Jaarverslagen 2005: wijziging t.o.v. 2001	
		Freq. N=40	Groep	Freq. N=40	Groep	Freq. N=40	Groep
TOE.11	Informatie over de productiecapaciteit van de onderneming	18%	4	+ 18%	3	+ 33%	2
Categorie MAN: INFORMATIE OVER HET MANAGEMENT EN DE AANDEELHOUDERS							
MAN.1	Identiteit en achtergrondinformatie over bestuurders en uitvoerend management	98%	1	0%	1	+ 2%	1
MAN.2	Identiteit van de belangrijkste aandeelhouder	88%	1	- 8%	1	0%	1
MAN.3	Informatie over het aandelenbezit van werknemers	83%	1	- 8%	2	- 2%	1
MAN.4	Informatie over de vergoedingen van bestuurders	73%	2	+ 13%	1	+ 25%	1
MAN.5	Informatie over transacties en relaties tussen derde partijen en de onderneming	53%	2	+ 20%	2	+ 18%	2
MAN.6	Informatie over problemen met vroegere bestuurders, auditors of bankiers	5%	4	+ 5%	4	+ 3%	4
Categorie AGI: ACHTERGRONDINFORMATIE OVER DE ONDERNEMING							
AGI.A Doelstellingen en strategie							
AGI.1	Doelstellingen van de onderneming	83%	1	+ 5%	1	+ 15%	1
AGI.2	Strategie van de onderneming	95%	1	+ 3%	1	+ 3%	1
AGI.3	Analyse van de (in)consistentie van de strategie met de belangrijkste trends die een invloed hebben op de onderneming	38%	3	- 10%	3	+ 10%	3

Tabel 3.2: De mate van rapportering van niet-financiële informatie: frequenties en de toewijzing aan groepen (vervolg)

Kolom 1: Informatie-items		Kolom 2: Jaarverslagen 2001		Kolom 3: Jaarverslagen 2003: wijziging t.o.v. 2001		Kolom 4: Jaarverslagen 2005: wijziging t.o.v. 2001	
		Freq. N=40	Groep	Freq. N=40	Groep	Freq. N=40	Groep
AGI.B Producten en diensten							
AGI.4	Beschrijving van de sector waartoe de onderneming behoort	100%	1	- 3%	1	0%	1
AGI.5	Beschrijving van de evolutie in de sector	78%	2	+ 3%	1	+ 5%	1
AGI.6	Beschrijving van de voornaamste producten of diensten	95%	1	+ 5%	1	+ 5%	1
AGI.7	Beschrijving van de voornaamste markten en marktsegmenten (afzetgebieden)	85%	1	+ 13%	1	+ 13%	1
AGI.8	Beschrijving van de productieprocessen respectievelijk dienstenprocessen	35%	3	- 3%	3	- 3%	3
AGI.9	Beschrijving van de conjunctuurgevoeligheid van de onderneming	20%	4	- 5%	4	+ 10%	3
AGI.10	Beschrijving van bestaande wetten en regelgevingen	28%	3	0%	3	+ 18%	3
AGI.11	Beschrijving van historische macro-economische ontwikkelingen	40%	3	+ 8%	3	+ 18%	2
AGI.12	Beschrijving van de belangrijkste contracten met klanten en leveranciers	50%	3	0%	3	- 3%	3
AGI.13	Beschrijving van productievestigingen en productiecapaciteit	70%	2	+ 20%	1	+ 25%	1
AGI.C Commerciële belanghebbenden van de onderneming							
AGI.14	Identiteit van de leveranciers van de onderneming	5%	4	0%	4	+ 3%	4
AGI.15	Beschikbaarheid van het aanbod	3%	4	0%	4	0%	4
AGI.16	De relatieve onderhandelingspositie (macht) van de leveranciers	3%	4	+ 3%	4	0%	4
AGI.17	Identiteit van de belangrijkste klanten	25%	3	+ 5%	3	+ 18%	3

Tabel 3.2: De mate van rapportering van niet-financiële informatie: frequenties en de toewijzing aan groepen (vervolg)

Kolom 1: Informatie-items		Kolom 2: Jaarverslagen 2001		Kolom 3: Jaarverslagen 2003: wijziging t.o.v. 2001		Kolom 4: Jaarverslagen 2005: wijziging t.o.v. 2001	
		Freq. N=40	Groep	Freq. N=40	Groep	Freq. N=40	Groep
AGI.18	Mate van klantenspreiding	33%	3	+ 5%	3	+ 15%	3
AGI.19	De onderhandelingspositie van klanten	3%	4	- 3%	4	+ 5%	4
AGI.20	Identiteit van de belangrijkste concurrenten	18%	4	0%	4	+ 5%	3
AGI.21	Intensiteit van de concurrentie	53%	2	- 13%	3	+ 5%	2
AGI.22	Concurrentiepositie	60%	2	+ 10%	2	+ 5%	2
AGI.23	Instapbarrières voor nieuwkomers	5%	4	+ 5%	4	+ 5%	4
Categorie INK: INFORMATIE OVER HET INTELLECTUEEL KAPITAAL VAN DE ONDERNEMING							
INK.A Humaan kapitaal							
INK.1	Vergoeding van de werknemers	48%	3	+ 8%	2	- 8%	3
INK.2	Informatie over investeringen in de opleiding van het personeel	40%	3	+ 8%	3	+ 18%	2
INK.3	Informatie over het opleidingsniveau van het personeel/expertise	25%	3	+ 8%	3	+ 13%	3
INK.4	Personeelsbeleid	38%	3	- 13%	3	0%	3
INK.5	Jobrotatie	15%	4	- 15%	4	+ 3%	4
INK.6	Werknemerstevredenheid	10%	4	- 3%	4	0%	4
INK.7	Kwaliteit van het management	0%	4	+ 3%	4	+ 18%	4
INK.B Interne structuur							

Tabel 3.2: De mate van rapportering van niet-financiële informatie: frequenties en de toewijzing aan groepen (vervolg)

Kolom 1: Informatie-items		Kolom 2: Jaarverslagen 2001		Kolom 3: Jaarverslagen 2003: wijziging t.o.v. 2001		Kolom 4: Jaarverslagen 2005: wijziging t.o.v. 2001	
		Freq. N=40	Groep	Freq. N=40	Groep	Freq. N=40	Groep
INK.8	Productiviteitsgegevens	18%	4	+ 20%	3	+ 25%	3
INK.9	Innovatie	88%	1	+ 5%	1	+ 8%	1
INK.10	Beschrijving van patenten, octrooien of licenties	28%	3	+ 23%	2	+ 23%	2
INK.11	Beschrijving van onderzoeks- en ontwikkelingsprogramma's	68%	2	+ 5%	2	+ 15%	1
INK.12	Kwaliteit van de geleverde producten/diensten	33%	3	+ 35%	2	+ 48%	1
INK.13	Organisatiestructuur	30%	3	0%	3	+ 8%	3
INK.14	Technologische knowhow	35%	3	+ 25%	2	+ 50%	1
INK.15	Tijd nodig om activiteiten uit te voeren (productie, levering, ontwikkeling nieuwe producten)	8%	4	+ 5%	4	+ 15%	3
INK.C Externe structuur							
INK.16	Evolutie van het marktaandeel	38%	3	+ 15%	3	+ 18%	2
INK.17	Gedetailleerd overzicht van de belangrijkste merken	60%	2	+ 13%	2	+ 18%	2
INK.18	Klantloyaliteit/klantentevredenheid	15%	4	+ 10%	3	+ 20%	3
INK.19	Gerealiseerde overnames	58%	2	+ 18%	2	+ 18%	2
INK.20	Beschrijving van de distributie- of de leveringsmethoden	68%	2	+ 5%	2	+ 5%	2

Op basis van tabel 3.2 (kolommen 2 tot en met 4) kan opgemaakt worden dat de items MAN.1 'Identiteit en achtergrondinformatie over bestuurders en uitvoerend management', AGI.4 'Beschrijving van de sector waartoe de onderneming behoort' en AGI.6 'Beschrijving van de voornaamste producten en diensten' in ten minste één analyseperiode in alle jaarverslagen besproken worden.

Er kan verder vastgesteld worden dat de meeste items in 2005 in een groter aantal jaarverslagen worden besproken dan in 2001. Meer specifiek worden 59 informatie-items in meer jaarverslagen gerapporteerd, 6 items worden in hetzelfde aantal jaarverslagen vermeld, terwijl 6 items minder besproken worden in de jaarverslagen 2005. In het bijzonder schenken bedrijfsmanagers meer aandacht aan de informatie-items van de informatiecategorie INK 'Informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming'. Een sterke stijging is immers vast te stellen voor de items INK.14 'Technologische knowhow' (+ 25% in 2003 en + 50% in 2005 in vergelijking met 2001), INK.12 'Kwaliteit van de geleverde producten of diensten' (+ 35% in 2003 en + 48% in 2005) en INK.8 'Productiviteitsgegevens' (+ 20% in 2003 en + 25% in 2005). Daarnaast bevatten de jaarverslagen 2003 en 2005 meer toekomstgerichte informatie. Een groter aantal jaarverslagen maken melding van de items TOE.11 'Informatie over de toekomstige productiecapaciteit van de onderneming' (+ 18% in 2003 en + 33% in 2005), TOE.2 'De toekomstige opportuniteiten van de onderneming' (+ 8% in 2003 en + 33% in 2005) en TOE.1 'De toekomstige risico's van de onderneming' (+ 13% in 2003 en + 55% in 2005). Dit laatste resultaat dient evenwel met de nodige voorzichtigheid geïnterpreteerd te worden daar Belgische ondernemingen vanaf 2005 verplicht worden tot het verschaffen van informatie over de risico's van de onderneming.

Voor een gedetailleerde analyse over de mate waarin de verschillende informatie-items meer of minder gerapporteerd worden in de jaarverslagen, kan verwezen worden naar appendix 1 bij dit hoofdstuk (sectie 3.6). Het is eerder interessant om de evolutie in de rapportering van niet-financiële informatie in zijn geheel en per informatiecategorie te bestuderen. Hiertoe worden in tabel 3.3 een aantal beschrijvende statistieken vermeld voor de drie analyseperioden.

Tabel 3.3: Beschrijvende statistieken van de rapportering van niet-financiële informatie in de jaarverslagen 2001, 2003 en 2005 (N=40)

	Jaarverslagen 2001				Jaarverslagen 2003				Jaarverslagen 2005				Wijziging	
R_CAT	Gem.	Min.	Max.	St. afw.	Gem.	Min.	Max.	St. afw.	Gem.	Min.	Max.	St. afw.	2003 versus 2001	2005 versus 2001
R_TOT (71)*	40%	23%	65%	0,09	46%	14%	65%	0,10	52%	23%	69%	0,09	+ 6%	+ 12%
R_ANA (11)	35%	18%	64%	0,11	39%	18%	73%	0,15	42%	18%	73%	0,15	+ 4%	+ 7%
R_ANA.A (6)	50%	17%	83%	0,18	55%	17%	83%	0,20	58%	17%	100%	0,22	+ 5%	+ 8%
R_ANA.B (5)	16%	0%	40%	0,13	20%	0%	60%	0,18	23%	0%	60%	0,16	+ 4%	+ 7%
R_TOE (11)	31%	0%	73%	0,15	41%	0%	91%	0,18	52%	18%	91%	0,17	+ 10%	+ 21%
R_MAN (6)	66%	33%	100%	0,16	70%	17%	100%	0,17	74%	33%	100%	0,14	+ 4%	+ 8%
R_AGI (23)	44%	17%	65%	0,11	46%	22%	65%	0,12	52%	26%	74%	0,10	+ 2%	+ 8%
R_AGI.A (3)	72%	0%	100%	0,25	71%	0%	100%	0,22	81%	0%	100%	0,21	- 1%	+ 9%
R_AGI.B (10)	60%	30%	100%	0,16	64%	40%	90%	0,14	69%	50%	90%	0,11	+ 4%	+ 9%
R_AGI.C (10)	21%	0%	50%	0,14	22%	0%	60%	0,15	27%	0%	60%	0,14	+ 1%	+ 6%
R_INK (20)	36%	5%	70%	0,13	45%	0%	65%	0,14	51%	5%	80%	0,15	+ 9%	+ 15%
R_INK.A (7)	25%	0%	57%	0,17	24%	0%	57%	0,19	31%	0%	86%	0,20	- 1%	+ 6%
R_INK.B (8)	38%	0%	88%	0,21	53%	0%	88%	0,20	62%	13%	100%	0,19	+ 15%	+ 24%
R_INK.C (5)	48%	0%	80%	0,21	60%	0%	100%	0,24	63%	0%	100%	0,25	+ 12%	+ 15%

R_CAT: de rapportering van de niet-financiële informatiecategorieën CAT, met CAT = TOT: de geaggregeerde score van de mate van niet-financiële informatierapportering; ANA: analyse van bedrijfsinformatie door het management; ANA.A: redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in prestatiemaatstaven; ANA.B: trends die een effect hebben op de onderneming; TOE: toekomstgerichte informatie; MAN: informatie over het management en de aandeelhouders; AGI: achtergrondinformatie over de onderneming; AGI.A: doelstellingen en strategie; AGI.B: producten en diensten; AGI.C: commerciële belanghebbenden van de onderneming; INK: informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming; INK.A: humaan kapitaal; INK.B: interne structuur; INK.C: externe structuur; * tussen haakjes: het aantal informatie-items opgenomen per niet-financiële informatiecategorie

De onderzoeksresultaten die opgenomen zijn in tabel 3.3 maken duidelijk dat een gemiddeld jaarverslag voor het boekjaar 2001 29 items of 40% van alle niet-financiële informatie-items vermeldt. Dit aantal stijgt tot 33 items (46% van alle items) in de steekproef van jaarverslagen 2003 en tot 37 items (52% van alle items) in de steekproef van jaarverslagen 2005. Deze bevindingen suggereren reeds een stijgende trend in de rapportering van niet-financiële informatie over de bestudeerde tijdsperiode.

Ondanks de stijgende trend in de rapportering van niet-financiële informatie is er nog ruimte voor een verbetering, daar een onderneming gemiddeld slechts de helft van de niet-financiële informatie-items opgenomen in de informatie-index verstrekt in het jaarverslag. Er blijken tevens grote verschillen te bestaan tussen de ondernemingen onderling. Sommige ondernemingen beperken zich tot het verschaffen van ongeveer één vierde van het aantal informatie-items opgenomen in de informatie-index. Andere ondernemingen rapporteren bijna 70% van alle informatie-items in de index. In hoofdstuk 4 bestuderen we dan ook of we verklaringen kunnen vinden voor deze variantie.

In elke analyseperiode stellen we vast dat ondernemingen veel informatie rapporteren over de doelstellingen en de strategie van de onderneming (AGI.A), over de producten en diensten (AGI.B) en over het management en de aandeelhouders (MAN). Gelijkaardige bevindingen worden vastgesteld in de studies van Beattie et al. (2004), Oyelere et al. (2003) en Robb et al. (2001).

In de jaarverslagen van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen kunnen investeerders en andere belanghebbenden minder informatie vinden van de rubrieken ANA.B 'Trends die een effect hebben op de onderneming', AGI.C 'Commerciële belanghebbenden van de onderneming' en INK.A 'Humaan kapitaal'. De onderzoeksresultaten voor de rubriek AGI.C komen overeen met de studies van Beattie et al. (2004), Oyelere et al. (2003) en Vanstraelen et al. (2003) die eveneens vinden dat er in jaarverslagen weinig gegevens vermeld worden over de concurrenten, de leveranciers of de klanten van ondernemingen. De beperkte aandacht die Belgische ondernemingen schenken aan informatie over het humaan kapitaal is consistent met eerdere bevindingen van onder meer

Bozzolan et al. (2003), Brennan (2001) en Guthrie en Petty (2000). In overeenstemming met deze studies vinden we dat Belgische ondernemingen meer gegevens rapporteren die behoren tot de externe structuur van de onderneming (rubriek INK.C) en tot de interne structuur van de onderneming (rubriek INK.B).

De onderzoeksresultaten in tabel 3.3 tonen verder aan dat er over de periode 2001-2005 in toenemende mate niet-financiële informatie verspreid wordt die behoort tot de categorieën TOE 'Toekomstgerichte informatie' (+ 10% in 2003 en + 21% in 2005 ten opzichte van 2001) en INK 'Informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming' (+ 9% in 2003 en + 15% in 2005 ten opzichte van 2001). Bij deze laatste categorie is de toename vooral zichtbaar voor de subcategorieën INK.B 'Interne structuur' (+15% in 2003 en + 24% in 2005 ten opzichte van 2001) en INK.C 'Externe structuur' (+12% in 2003 en + 15% in 2005 ten opzichte van 2001). Er is geen evolutie waar te nemen in de rapportering van de informatiecategorie INK.A 'Humaan kapitaal'.

De stijgende rapportering van toekomstgerichte informatie kan verklaard worden doordat investeerders, beleggers en financiële analisten sterk vragende partij zijn naar deze informatie (Gu en Lev, 2004; FASB, 2001; Lev en Zarowin, 1999; Törnqvist, 1999; Wallman, 1995; AICPA, 1994), waardoor het management van ondernemingen hierover meer informatie rapporteert. Er wordt meer informatie over het intellectueel kapitaal van een onderneming verstrekt omdat deze informatie een verklaring biedt voor de stijgende kloof tussen de marktwaarde en de boekwaarde van het eigen vermogen van een onderneming (Johanson, 2003; Tasker, 1998).

Met betrekking tot de drie resterende informatiecategorieën is er eveneens een toename in de rapportering van informatie vast te stellen, maar deze evolutie is minder uitgesproken in vergelijking met de reeds besproken informatiecategorieën. Een gemiddeld jaarverslag in 2003 bevat 2 tot 4% meer gegevens die behoren tot de rubrieken ANA 'Analyse van bedrijfsinformatie door het management', MAN 'Informatie over het management en de aandeelhouders en AGI 'Achtergrondinformatie over de onderneming'. In de analyseperiode 2005

kennen deze rubrieken een toename van 7 of 8% ten opzichte van de analyseperiode 2001. Deze beperkte toename wordt onder meer verklaard doordat deze informatie reeds frequent aan bod komt in de jaarverslagen van 2001.

De evolutie in de rapportering van vrijwillige niet-financiële informatie door de Belgische beursgenoteerde ondernemingen wordt statistisch getest middels de Friedman test. Deze niet-parametrische test wordt toegepast omdat we een beperkte steekproefgrootte hebben, waardoor de resttermen van de variabelen niet normaal verdeeld zijn. De Friedman test onderzoekt of de variabelen eenzelfde verdeling hebben. Het is een geschikte test om na te gaan of het rapporteringsgedrag van Belgische ondernemingen in een bepaalde periode verschillend is ten opzichte van de andere perioden. De onderzoeksbevindingen van de Friedman test zijn opgenomen in tabel 3.4.

De bevindingen in tabel 3.4 maken duidelijk dat de Belgische beursgenoteerde ondernemingen in minstens één periode een verschillend aantal niet-financiële informatie-items vermelden in hun jaarverslagen (R_TOT). De stijgende trend in de rangorde is tevens een bevestiging van hypothese 3.1 dat er over de bestudeerde tijdsperiode meer niet-financiële informatie verschaft wordt in de jaarverslagen. De resultaten in tabel 3.4 tonen verder aan dat de categorieën TOE 'Toekomstgerichte informatie', AGI 'Achtergrondinformatie over de onderneming', INK 'Informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming' en alle subcategorieën van AGI en INK, met uitzondering van de rubriek INK.A 'Humaan kapitaal' significant meer aan bod komen in een latere analyseperiode. De veranderingen in de categorieën MAN 'Informatie over het management en de aandeelhouders' en ANA 'Analyse van bedrijfsinformatie door het management' zijn enkel op een significantieniveau van 10% betekenisvol.

Tabel 3.4: De resultaten van de Friedman test betreffende de evolutie in de rapportering van niet-financiële informatie (N=40)

R_CAT	Jaar	Rangorde	Chi kwadraat	Significantie
R_TOT	2001	1,350	39,636	0,000
	2003	1,925		
	2005	2,725		
R_ANA	2001	1,750	4,864	0,088
	2003	2,100		
	2005	2,150		
R_ANA.A	2001	1,850	1,832	0,400
	2003	2,063		
	2005	2,088		
R_ANA.B	2001	1,850	2,939	0,230
	2003	2,000		
	2005	2,150		
R_TOE	2001	1,513	24,014	0,000
	2003	1,938		
	2005	2,550		
R_MAN	2001	1,800	5,691	0,058
	2003	1,963		
	2005	2,238		
R_AGI	2001	1,675	12,556	0,002
	2003	1,900		
	2005	2,425		
R_AGI.A	2001	1,888	6,343	0,042
	2003	1,850		
	2005	2,263		
R_AGI.B	2001	1,713	11,824	0,003
	2003	1,913		
	2005	2,375		
R_AGI.C	2001	1,813	6,016	0,049
	2003	1,913		
	2005	2,275		
R_INK	2001	1,463	23,700	0,000
	2003	2,063		
	2005	2,475		
R_INK.A	2001	1,913	2,492	0,288
	2003	1,913		
	2005	2,175		
R_INK.B	2001	1,463	24,111	0,000
	2003	2,125		
	2005	2,413		
R_INK.C	2001	1,613	12,738	0,002
	2003	2,100		
	2005	2,288		

R_CAT: de rapportering van de niet-financiële informatiecategorieën CAT, met CAT = TOT: de geaggregeerde score van de mate van niet-financiële informatierapportering; ANA: analyse van bedrijfsinformatie door het management; ANA.A: redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in prestatiemaatstaven; ANA.B: trends die een effect hebben op de onderneming; TOE: toekomstgerichte informatie; MAN: informatie over het management en de aandeelhouders; AGI: achtergrondinformatie over de onderneming; AGI.A: doelstellingen en strategie; AGI.B: producten en diensten; AGI.C: commerciële belanghebbenden van de onderneming; INK: informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming; INK.A: humaan kapitaal; INK.B: interne structuur; INK.C: externe structuur.

Een gedetailleerder inzicht in de evolutie van de niet-financiële informatierapportering tussen twee perioden wordt verkregen door toepassing van de Wilcoxon rangorde test. Deze niet-parametrische test controleert of twee aan elkaar gerelateerde variabelen al dan niet dezelfde verdeling hebben. Deze test houdt rekening met de grootte van de verschillen tussen paren en geeft meer gewicht aan paren die grote verschillen hebben dan aan paren met kleine verschillen. De test is gebaseerd op de rangorde van de absolute waarden van de verschillen tussen twee variabelen. De onderzoeksbevindingen van de Wilcoxon rangorde test zijn opgenomen in tabel 3.5.

De resultaten in tabel 3.5 tonen aan dat ondernemingen significant meer vrijwillige niet-financiële informatie rapporteren in de jaarverslagen 2003 ten opzichte van de jaarverslagen 2001. Er wordt eveneens meer niet-financiële informatie verstrekt in de jaarverslagen 2005 ten opzichte van de jaarverslagen 2003. Hierdoor wordt er vanzelfsprekend ook significant meer niet-financiële informatie vermeld in de jaarverslagen 2005 in vergelijking met 2001. Niet minder dan 35 ondernemingen (87,5%) rapporteren in hun jaarverslagen van het boekjaar 2005 meer niet-financiële informatie vergeleken met de analyseperiode 2001, terwijl 3 ondernemingen (7,5%) minder en 2 ondernemingen (5%) evenveel niet-financiële informatie verstrekken. Op basis van deze bevinding kan hypothese 3.1 aanvaard worden dat de Belgische ondernemingen meer inspanningen geleverd hebben in het rapporteren van niet-financiële informatie over de periode 2001-2005. Deze onderzoeksresultaten zijn consistent met de bevindingen van onder meer Vandemaele et al. (2005), Marston en Polei (2004) en Moneva en Llena (2000).

Indien de gegevens opgenomen in tabel 3.5 meer in detail bestudeerd worden, kan besloten worden dat elk van de vijf informatiecategorieën een significante toename kent gedurende de periode 2001-2005. Dit betekent dat de hypothese 3.1 ook ondersteund wordt voor de verschillende informatiecategorieën.

Tabel 3.5: De resultaten van de Wilcoxon rank test betreffende de evolutie in de rapportering van niet-financiële informatie (N=40)

		Vergelijking 2003-2001			Vergelijking 2005-2003			Vergelijking 2005-2001		
R_CAT		**Aantal JV**	**Gem. rang**	**z-waarde**	**Aantal JV**	**Gem. rang**	**z-waarde**	**Aantal JV**	**Gem. rang**	**z-waarde**
R_TOT	-	9	12,94	-3,690***	6	14,92	-4,081***	3	12,00	-4,854***
	+	29	21,53		32	20,36		35	20,14	
	=	2			2			2		
R_ANA	-	8	14,81	-1,727**	15	15,57	-0,857	10	9,60	-2,662***
	+	19	13,66		18	18,19		19	17,84	
	=	13			7			11		
R_ANA.A	-	10	12,30	-1,374*	14	13,54	-0,625	11	11,09	-1,918**
	+	16	14,25		15	16,37		17	16,71	
	=	14			11			12		
R_ANA.B	-	9	10,17	-1,204	8	10,25	-0,927	8	10,94	-1,883**
	+	13	12,42		12	10,67		16	13,28	
	=	18			20			16		
R_FWL	-	11	13,50	-2,764***	8	15,75	-2,967***	5	10,90	-4,406***
	+	24	20,06		26	18,04		31	19,73	
	=	5			6			4		
R_MAN	-	10	9,70	-1,288*	11	13,27	-1,394*	6	10,50	-2,857***
	+	13	13,77		17	15,29		19	13,79	
	=	17			12			15		
R_AGI	-	14	18,04	-1,530*	10	14,85	-3,097***	10	9,60	-3,883***
	+	23	19,59		27	20,54		27	22,48	
	=	3			3			3		
R_AGI.A	-	11	12,00	-0,200	6	12,50	-2,449***	8	12,00	-1,980**
	+	11	11,00		18	12,50		17	13,47	
	=	18			16			15		
R_AGI.B	-	12	13,83	-1,401*	8	15,25	-2,122**	7	13,00	-3,138***
	+	18	16,61		21	14,90		24	16,88	
	=	10			11			9		
R_AGI.C	-	13	16,31	-0,432	9	12,44	-2,378***	10	13,20	-2,332***
	+	17	14,88		20	16,15		21	17,33	
	=	10			11			9		

Tabel 3.5: De resultaten van de Wilcoxon rank test betreffende de evolutie in de rapportering van niet-financiële informatie (N=40) (vervolg)

		Vergelijking 2003-2001			Vergelijking 2005-2003			Vergelijking 2005-2001		
R_CAT		**Aantal JV**	**Gem. rang**	**z-waarde**	**Aantal JV**	**Gem. rang**	**z-waarde**	**Aantal JV**	**Gem. rang**	**z-waarde**
R_INK	**-**	7	10,43	-3,732***	9	11,89	-2,956***	6	9,25	-4,371***
	+	26	18,77		23	18,30		30	20,35	
	=	7			8			4		
R_INK.A	**-**	13	12,35	-0,323	12	9,67	-2,244**	10	14,00	-1,706**
	+	11	12,68		17	18,76		19	15,53	
	=	16			11			11		
R_INK.B	**-**	5	6,50	-3,813***	11	10,45	-2,284**	4	7,13	-4,635***
	+	22	15,70		18	17,78		30	18,88	
	=	13			11			6		
R_INK.C	**-**	8	12,56	-2,593***	10	12,85	-0,952	7	13,50	-3,303***
	+	21	15,93		15	13,10		25	17,34	
	=	11			15			8		

R_CAT: de rapportering van de niet-financiële informatiecategorieën CAT, met CAT = TOT: de geaggregeerde score van de mate van niet-financiële informatierapportering; ANA: analyse van bedrijfsinformatie door het management; ANA.A: redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in prestatiemaatstaven; ANA.B: trends die een effect hebben op de onderneming; TOE: toekomstgerichte informatie; MAN: informatie over het management en de aandeelhouders; AGI: achtergrondinformatie over de onderneming; AGI.A: doelstellingen en strategie; AGI.B: producten en diensten; AGI.C: commerciële belanghebbenden van de onderneming; INK: informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming; INK.A: humaan kapitaal; INK.B: interne structuur; INK.C: externe structuur; Aantal JV: het aantal jaarverslagen dat een afname (-), een toename (+) of geen evolutie (=) vertoont in het aantal items dat vermeld wordt per informatiecategorie CAT; *** significant op 1% niveau; ** significant op 5% niveau; * significant op 10% niveau

3.5 Conclusie

In dit hoofdstuk wordt een idee gegeven van de mate waarin Belgische beursgenoteerde ondernemingen op vrijwillige basis niet-financiële informatie verschaffen. Hierbij worden verschillende dimensies van niet-financiële informatie bestudeerd zodat we het belang van verschillende niet-financiële informatierubrieken met elkaar kunnen vergelijken. Een dergelijke gedetailleerde studie waarbij specifiek ook onderzocht wordt of er een evolutie in de rapportering waar te nemen is, is voor Belgische ondernemingen nog niet uitgevoerd.

De empirische resultaten wijzen op een betekenisvolle toename in de rapportering van niet-financiële informatie door Belgische beursgenoteerde ondernemingen over de periode 2001-2005. Ondanks de verbeterde informatieverschaffing blijft een informatiekloof bestaan tussen de informatie die ondernemingen zouden kunnen verstrekken en de informatie die ondernemingen daadwerkelijkheid verschaffen in jaarverslagen. Op basis van de empirische onderzoeksresultaten blijkt immers dat een gemiddeld jaarverslag opgesteld door een Belgische beursgenoteerde onderneming amper de helft van alle items opgenomen in onze informatie-index rapporteert. Ook andere studies die gebruik maken van de aanbevelingen van de AICPA-paper komen tot dezelfde bevindingen (Beattie et al., 2004; Vanstraelen et al., 2003). Nochtans zijn de informatie-items in de informatie-index gebaseerd op de wensen en de noden van belanghebbenden van de onderneming zodat ze alle geacht worden om relevant te zijn.

Wanneer de aard van de gerapporteerde informatie bestudeerd wordt, blijkt dat ondernemingen hoofdzakelijk informatie over de doelstellingen en de strategie (AGI.A), informatie over de producten en de diensten (AGI.B), informatie over het management en de aandeelhouders (MAN), informatie over de interne structuur (INK.B) en informatie over de externe structuur (INK.C) verstrekken in hun jaarverslagen. Anderzijds blijven Belgische ondernemingen weinig melding maken van informatie over het humaan kapitaal van de onderneming (INK.A). Verder zal een belanghebbende in het jaarverslag weinig informatie vinden over

de commerciële belanghebbenden van de onderneming (AGI.C) en over de trends die een effect hebben op de onderneming (ANA.B). De Belgische beursgenoteerde ondernemingen hebben in de jaarverslagen 2003 en 2005 wel opvallend meer toekomstgerichte informatie (TOE) vermeld. Dergelijke informatie wordt slechts in zeer beperkte mate gerapporteerd in de jaarverslagen van 2001. Jaarverslagen hechten in de bestudeerde tijdsperiode eveneens meer aandacht aan gegevens over het intellectueel kapitaal van de onderneming (INK). Deze trend kan verklaard worden doordat deze informatie van groter belang is in het waardecreatieproces van ondernemingen (Bergamini en Zambon, 2002). Bovendien worden ondernemingen in het kader van het 'Actieplan Financiële Diensten' - dat in de loop van de analyseperiode door de Europese Commissie werd uitgewerkt - gestimuleerd tot het ter beschikking stellen van additionele niet-financiële informatie.

Onze studie toont eveneens aan dat er grote verschillen bestaan in de hoeveelheid aan niet-financiële informatie die ondernemingen verstrekken. Sommige ondernemingen rapporteren amper 25% van de informatie-items opgenomen in de informatie-index, terwijl andere ondernemingen bijna 70% van de informatie-items verstrekken. In hoofdstuk 4 zullen we dan ook op zoek gaan naar mogelijke verklaringen voor deze verschillen.

In een toekomstig onderzoek kunnen ook andere informatiebronnen dan jaarverslagen bestudeerd worden om een beeld te krijgen van de mate waarin ondernemingen niet-financiële informatie verstrekken. Jaarverslagen worden dikwijls bekritiseerd omwille van het historisch karakter van de informatie die er vermeld wordt. Naast jaarverslagen zijn ook analistenpresentaties een belangrijk communicatiemiddel om informatie te verschaffen aan de belanghebbenden van een onderneming. De Belgische financiële analisten bijvoorbeeld beschouwen analistenpresentaties als één van de voornaamste informatiebronnen om informatie over de onderneming te verzamelen (cfr. hoofdstuk 6). Voor het verkrijgen van een idee van de mate waarin analistenpresentaties niet-financiële informatie vermelden, kunnen de transparanten van deze presentaties bestudeerd worden. Volgens García-meca et al. (2005) bevatten deze transparanten alle relevante informatie die vermeld wordt in een

analistenpresentatie. Orens en Lybaert (2006) analyseren de transparanten van analistenpresentaties die Belgische beursgenoteerde ondernemingen organiseerden in 2004. In het bijzonder werd er onderzocht of deze transparanten gegevens over het intellectueel kapitaal van de onderneming vermelden die niet gerapporteerd worden in de jaarverslagen. De onderzoeksresultaten geven echter weer dat weinig additionele informatie verschaft wordt die niet eerder vermeld wordt in de jaarverslagen van deze ondernemingen.

Naast het analyseren van de transparanten, kunnen ook de integrale analistenpresentaties die dikwijls te bezichtigen zijn op de website van de onderneming onderzocht worden. Het is interessant om deze vorm van communicatie te bestuderen om inzicht te verkrijgen in de mate waarin managers bepaalde niet-financiële informatie vertellen zonder dat deze informatie in geschreven vorm beschikbaar wordt gesteld.

Een beperking van deze studie is de kleinschaligheid. De meeste studies hebben te kampen met dit probleem omwille van het tijdrovende karakter om de nodige data te verzamelen. Een alternatief is gebruik te maken van de scores die financiële analisten toekennen voor de kwaliteit van de informatierapportering. Zo evalueren sell-side financiële analisten in België jaarlijks de bedrijfscommunicatie van een dertigtal Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Deze scores zouden ook gebruikt kunnen worden voor het verkrijgen van inzicht in de kwaliteit van de informatierapportering, maar de scores bevatten evenwel minder gedetailleerde gegevens op het vlak van niet-financiële informatie.

Een andere beperking van onze studie is dat de keuze van de informatie-index onderworpen is aan subjectiviteit. Door te kiezen voor een index die ook in andere studies gebruikt wordt, zijn we wel in de mogelijkheid om vergelijkingen te maken met deze studies. We hebben er tevens voor geopteerd om enkel te onderzoeken of een item al dan niet vermeld wordt. Een volgende studie kan meer in detail onderzoek verrichten naar de kwaliteit van de verstrekte informatie. Er zou ook een gewicht toegekend kunnen worden aan de items die

bepaalde gebruikers, zoals financiële analisten, belangrijk vinden. Een toekomstig onderzoek kan ook nagaan in welke mate er nood is aan standaardisatie van de niet-financiële informatie die ondernemingen rapporteren.

3.6 Appendix 1: Gedetailleerde analyse van de rapportering van niet-financiële informatie: analyse per groep

Elk informatie-item wordt, op basis van het aantal jaarverslagen waarin het item besproken wordt, toegewezen aan één van de vier vastgelegde groepen. Items die in meer dan 80% van de jaarverslagen vermeld worden, worden toegewezen aan groep 1. Items die vermeld worden tussen 50% en 80% van de jaarverslagen behoren toe tot groep 2. Items vermeld tussen 20% en 50% van de jaarverslagen maken deel uit van groep 3 en items vermeld in minder dan 20% van de jaarverslagen worden toegewezen aan groep 4. Een samenvatting van het aantal informatie-items per informatiecategorie dat in de drie analyseperioden behoort tot elk van de vier groepen, is opgenomen in tabel 3.6.

Op basis van tabel 3.6 kan besloten worden dat het aantal items opgenomen in groep 1 en groep 2 sterk toegenomen is gedurende de periode 2001-2005. Het aantal items dat in meer dan 50% van de jaarverslagen vermeld wordt, vermeerdert van 25 naar 35 items. Het aantal items dat in groep 4 is opgenomen, is stelselmatig verminderd over deze analyseperiode. Deze evolutie werd reeds empirisch vastgesteld in de statistische analyse en zijn een bevestiging dat managers in totaliteit vrijwillig meer niet-financiële informatie rapporteren in hun jaarverslagen. In de volgende paragrafen worden de resultaten voor de vier groepen afzonderlijk besproken.

3.6.1 Groep 1: Niet-financiële informatie die vaak tot altijd gerapporteerd wordt in jaarverslagen

Tabel 3.6: Overzicht van het aantal informatie-items per (sub)categorie toegewezen aan de vier groepen (N=40)

	Jaarverslagen 2001				Jaarverslagen 2003				Jaarverslagen 2005			
R_CAT	Groep 1	Groep 2	Groep 3	Groep 4	Groep 1	Groep 2	Groep 3	Groep 4	Groep 1	Groep 2	Groep 3	Groep 4
R_TOT (71)*	**12**	**13**	**22**	**24**	**14**	**14**	**27**	**16**	**20**	**15**	**24**	**12**
R_ANA (11)	*2*	*1*	*4*	*4*	*2*	*1*	*5*	*3*	*2*	*2*	*4*	*3*
R_ANA.A (6)	2	0	4	0	2	1	3	0	2	1	3	0
R_ANA.B (5)	0	1	0	4	0	0	2	3	0	1	1	3
R_TOE (11)	*1*	*2*	*2*	*6*	*1*	*2*	*7*	*1*	*3*	*3*	*5*	*0*
R_MAN (6)	*3*	*2*	*0*	*1*	*3*	*2*	*0*	*1*	*4*	*1*	*0*	*1*
R_AGI (23)	*5*	*4*	*7*	*7*	*7*	*1*	*8*	*7*	*7*	*3*	*8*	*5*
R_AGI.A (3)	2	0	1	0	2	0	1	0	2	0	1	0
R_AGI.B (10)	3	2	4	1	5	0	4	1	5	1	4	0
R_AGI.C (10)	0	2	2	6	0	1	3	6	0	2	3	5
R_INK (20)	*1*	*4*	*9*	*6*	*1*	*8*	*7*	*4*	*4*	*6*	*7*	*3*
R_INK.A (7)	0	0	4	3	0	1	3	3	0	1	3	3
R_INK.B (8)	1	1	4	2	1	4	2	1	4	1	3	0
R_INK.C (5)	0	3	1	1	0	3	2	0	0	4	1	0

Legende: Groep 1: Het aantal informatie-items vermeld in meer dan 80% van de jaarverslagen; Groep 2: Het aantal informatie-items vermeld in meer dan 50% en minder dan 80% van de jaarverslagen; Groep 3: Het aantal informatie-items vermeld in meer dan 20% en minder dan 50% van de jaarverslagen; Groep 4: Het aantal informatie-items vermeld in minder dan 20% van de jaarverslagen; R_CAT: de rapportering van de niet-financiële informatiecategorieën CAT, met CAT = TOT: de geaggregeerde score van de mate van niet-financiële informatierapportering; ANA: Analyse van bedrijfsinformatie door het management; ANA.A: Redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in prestatiemaatstaven; ANA.B: Trends die een effect hebben op de onderneming; TOE: Toekomstgerichte informatie; MAN: Informatie over het management en de aandeelhouders; AGI: Achtergrondinformatie over de onderneming; AGI.A: Doelstellingen en strategie; AGI.B: Producten en diensten; AGI.C: Commerciële belanghebbenden van de onderneming; INK: Informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming; INK.A: Humaan kapitaal; INK.B: Interne structuur; INK.C: Externe structuur.

De informatie-items die behoren tot groep 1 worden in meer dan 80% van de jaarverslagen vermeld. Op basis van tabel 3.6 kan vastgesteld worden dat er in de jaarverslagen 2001 12 items, in de jaarverslagen 2003 14 items en in de jaarverslagen 2005 20 items vaak gerapporteerd worden.

De informatiecategorie die het best vertegenwoordigd is in groep 1, is de informatiecategorie AGI 'Achtergrondinformatie over de onderneming' met 5 informatie-items in de jaarverslagen van 2001 en 7 items in de jaarverslagen van 2003 en 2005. De items die vaak vermeld worden, behoren toe aan de subrubrieken AGI.A 'Doelstellingen en strategie' en AGI.B 'Producten en diensten', terwijl de subcategorie AGI.C 'Commerciële belanghebbenden van de onderneming' geen enkele vertegenwoordiger kent. Zo vermelden de managers vooral informatie over de strategie en de doelstellingen (de items AGI.1 en AGI.2) en informatie over de producten of diensten (AGI.6), de sector waartoe de onderneming behoort (AGI.4) en de markten en de marktsegmenten (AGI.7). Deze vijf items komen in elke analyseperiode in meer dan 80% van de jaarverslagen aan bod (tabel 3.2). In de tijd hechten een groter aantal jaarverslagen belang aan de items AGI.5 'Beschrijving van de evolutie in de sector' (een toename met 5% over de periode 2001 en 2005) en AGI.13 'Beschrijving van productievestigingen en productiecapaciteit' (een toename met 25% tussen de periode 2001 en 2005).

In procentuele termen worden vooral de items van de rubriek MAN 'Informatie over het management en de aandeelhouders' het vaakst vermeld. Op basis van tabel 3.2 kan vastgesteld worden dat jaarverslagen vooral informatie vermelden over de bestuurders en het uitvoerend management (MAN.1), de belangrijkste aandeelhouders (MAN.2), het aandelenbezit van werknemers (MAN.3) en de vergoedingen van bestuurders (MAN.4). Deze laatste twee informatie-items worden wel niet in elke analyseperiode in meer dan 80% van de jaarverslagen vermeld. Beattie et al. (2004) en Chow en Wong-Boren (1987) vinden eveneens dat de meeste jaarverslagen informatie opnemen over de bestuurders en het management.

De informatiecategorieën INK 'Intellectueel kapitaal van de onderneming' en TOE 'Toekomstgerichte informatie' kennen een sterke toename in het aantal items dat in de tijd in meer dan 80% van de jaarverslagen vermeld worden. Zo vinden de belanghebbenden van een onderneming in meer dan 80% van de jaarverslagen van 2005 informatie over de items INK.11 'Beschrijving van onderzoeks- en ontwikkelingsprogramma's' (een toename met 15% tussen 2001 en 2005), INK.12 'Kwaliteit van de geleverde diensten of goederen' (een toename met 48% tussen 2001 en 2005) en INK.14 'Technologische knowhow' (een toename met 50% tussen 2001 en 2005). Voorts komt het item INK.9 'Innovatie' vaak aan bod in de jaarverslagen van elke analyseperiode. Het is wel opmerkelijk dat deze informatie-items alle deel uitmaken van de categorie INK.B 'Interne structuur'.

Tevens worden er in de analyseperiode van 2005 twee toekomstgerichte informatie-items vaak gerapporteerd, terwijl dit resultaat niet vastgesteld wordt in de analyseperiode 2001 en 2003 (tabel 3.6). Meer specifiek rapporteren ondernemingen meer informatie over de risico's van de onderneming (TOE.1), die in de analyseperiode 2001 in slechts 30% van de jaarverslagen werd vermeld, maar in de analyseperiode 2005 in 85% van de jaarverslagen aan bod komt. De oorzaak van deze sterke toename is te wijten aan het feit dat ondernemingen in de periode 2005 verplicht worden tot het verstrekken van informatie over de toekomstige risico's van een onderneming. Dit informatie-item is het enige item dat een verplichtend karakter heeft gekregen tijdens de periode 2001-2005.

Verder vermelden een groter aantal jaarverslagen in de analyseperiode 2005 meer gegevens die gerelateerd zijn aan de toekomstige opportuniteiten van een onderneming (TOE.2). Dit item wordt in 2005 in 33% meer jaarverslagen besproken in vergelijking met 2001. Het is wel opmerkelijk dat er in elke analyseperiode een groter aantal jaarverslagen informatie vermelden over de opportuniteiten van een onderneming dan informatie over de risico's van een onderneming. Dit resultaat wijst erop dat ondernemingen makkelijker positieve informatie rapporteren in hun jaarverslagen, terwijl ze weigerachtig staan tot het verstrekken van negatieve informatie. Gelijkaardige bevindingen worden

gedaan door Cahan et al. (2005), Beattie et al. (2004) en Patton en Zelenka (1997). De FASB (2001) beveelt dan ook aan dat ondernemingen negatieve informatie verstrekken aan de belanghebbenden van de onderneming.

Het item TOE.4 'Activiteiten en plannen om de bedrijfsdoelstellingen en de strategie van de onderneming te realiseren' is het enige item dat in elke analyseperiode vaak aan bod komt in de jaarverslagen. Verder zijn er twee informatie-items van de categorie ANA 'Analyse van bedrijfsinformatie door het management' die in elke analyseperiode in meer dan 80% van de jaarverslagen besproken worden. Het betreffen de items ANA.1 'Redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in het volume van verkochte goederen en opbrengsten' en ANA.3 'Redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in winstgevendheid'. Beide items behoren tot de subcategorie ANA.A 'Redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in prestatiemaatstaven'. Van de andere subrubriek ANA.B 'Trends die een effect hebben op de onderneming' wordt geen enkel item vaak vermeld.

3.6.2 Groep 2: Niet-financiële informatie die regelmatig gerapporteerd wordt in jaarverslagen

De niet-financiële informatie-items die in minder dan 80% van de jaarverslagen vermeld worden, maar wel nog in meer dan de helft van de jaarverslagen aan bod komen, maken deel uit van groep 2. Uit tabel 3.6 kan geconcludeerd worden dat er in 2001 13 items deel uitmaken van deze groep. Dit aantal stijgt tot 14 items in 2003 en tot 15 items in 2005.

De informatiecategorie die het sterkst vertegenwoordigd is in deze groep is de categorie INK 'Intellectueel kapitaal van de onderneming' waarvan een aantal items in een groter aantal jaarverslagen vermeld worden gedurende de bestudeerde tijdsperiode. In 2005 vermelden 23% meer jaarverslagen informatie over patenten of octrooien (item INK.10) in vergelijking met 2001. Dit item maakt deel uit van de subcategorie INK.B. Daarnaast worden diverse items van de subrubriek INK.C 'Externe structuur' in een groter aantal

jaarverslagen vermeld, waardoor ze in de analyseperiode 2005 tot de tweede groep toegewezen worden. Deze stijging is waar te nemen voor de items INK.16 'Evolutie van het marktaandeel' (een toename met 18% in 2005 vergeleken met 2001), INK.17 'Gedetailleerd overzicht van de belangrijkste merken' (een toename met 18% in 2005 vergeleken met 2001) en INK.19 'Gerealiseerde overnames' (een toename met 18% in 2005 vergeleken met 2001). Het item INK.20 'Beschrijving van de distributie- en de leveringsmethoden' wordt in elke analyseperiode in meer dan de helft van de jaarverslagen besproken. Voorts wordt in de analyseperiode 2003 het item INK.1 'Vergoeding van de werknemers' regelmatig gerapporteerd in de jaarverslagen, terwijl in de analyseperiode 2005 het item INK.2 'Informatie over investeringen in de opleiding van het personeel' regelmatig aan bod komt. Beide items maken deel uit van de subrubriek INK.A 'Humaan kapitaal'.

De overige informatiecategorieën zijn in beperkte mate vertegenwoordigd in deze groep. Het item ANA.3 'Redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in de financiële positie' wordt zowel in de analyseperiode 2003 als 2005 in 18% meer jaarverslagen besproken in vergelijking met 2001. Hierdoor is dit item in de analyseperiode 2003 en de analyseperiode 2005 opgenomen in de tweede groep. Verder wordt er in meer dan de helft van de jaarverslagen van 2001 en 2005 informatie verschaft over de macro-economische trends die een effect hebben op de onderneming (ANA.10). Dit laatste item is het enige item van de subrubriek ANA.B 'Trends die een effect hebben op de onderneming' dat regelmatig aan bod komt in de jaarverslagen.

Twee items van de rubriek TOE 'Toekomstgerichte informatie' worden in de tijd in een groter aantal jaarverslagen besproken. Zo wordt het item TOE.8 'Overzicht van nieuw geproduceerde goederen in de loop van de volgende jaren' in 2005 in 23% meer jaarverslagen verstrekt in vergelijking met 2001. Het item TOE.11 'Informatie over de productiecapaciteit van de onderneming' wordt zelfs in 33% meer jaarverslagen besproken. Verder wordt het item TOE.9 'Bespreking van verwachtingen inzake de groei van de onderneming' in elke analyseperiode in meer dan de helft van de jaarverslagen vermeld, maar dit item wordt in 2005 in 20% meer jaarverslagen gerapporteerd dan in 2001.

Voorts blijkt uit tabel 3.2 dat de items MAN.5 'Informatie over transacties en relaties tussen derde partijen en de onderneming', AGI.21 'Intensiteit van de concurrentie' en AGI.22 'Concurrentiepositie' in minstens twee van de drie analyseperioden regelmatig gerapporteerd worden in de bestudeerde jaarverslagen. De twee laatste items maken deel uit van de subcategorie AGI.C 'Commerciële belanghebbenden van de onderneming'.

3.6.3 Groep 3: Niet-financiële informatie die soms gerapporteerd wordt in jaarverslagen

Ondanks de toename in de niet-financiële informatierapportering in de tijd, blijken ook in 2005 nog meer dan de helft van de niet-financiële informatie-items in minder dan 50% van de jaarverslagen vermeld te worden. Groep 3 bevat de informatie-items die in meer dan 20% van de jaarverslagen, maar in minder dan 50% van de jaarverslagen besproken worden. In de analyseperiode 2001 zijn er in totaal 22 items (34%) die soms verstrekt worden in jaarverslagen. Dit aantal stijgt tot 27 items in de analyseperiode 2003 en tot 24 items in 2005.

In absolute eenheden zijn de informatiecategorieën AGI 'Achtergrondinformatie over de onderneming' en INK 'Intellectueel kapitaal van de onderneming' het best vertegenwoordigd in deze groep. Met betrekking tot deze laatste informatiecategorie blijken de managers meer inspanningen te leveren in het rapporteren van de items AGI.17 'Identiteit van de belangrijkste klanten' en AGI.18 'Mate van klantenspreiding' in de analyseperiode 2005. Beide items worden in 2005 in ten minste 15% meer jaarverslagen besproken dan in 2001. Met betrekking tot de informatie-items van de rubriek INK, blijkt er een sterke toename te zijn in de rapportering van de items INK.8 'Productiviteitsgegevens' (een toename met 25% in 2005 vergeleken met 2001) en INK.18 'Klantentevredenheid/klantenloyaliteit' (een toename met 20% vergeleken met 2001).

Het item ANA.11 'Identiteit en effect van wetgevende trends' is het enige item dat behoort tot de informatiecategorie ANA 'Analyse van bedrijfsinformatie door het management' dat een sterke toename kent in de rapportering ervan. In de periode 2001 wordt dit item in slechts 5% van de jaarverslagen besproken, terwijl dit item in 25% van de jaarverslagen van 2005 aan bod komt. De overige informatie-items van deze categorie die in elke analyseperiode tot de derde groep behoren, kennen geen sterke evolutie in de tijd.

Een aantal toekomstgerichte informatie-items worden in de analyseperiode 2003 en 2005 in een opvallend groter aantal jaarverslagen besproken. Zo vindt een belanghebbende in deze jaarverslagen meer gegevens over het effect van de risico's en de opportuniteiten op het toekomstige bedrijfsresultaat en op de toekomstige kasstromen (TOE.3 met een stijging van 30% in 2005 vergeleken met 2001), over de factoren die het management aanhaalt die aanwezig dienen te zijn in een onderneming om de bedrijfsdoelstellingen te realiseren (TOE.5 met een stijging van 20% in 2003 en van 13% in 2005 vergeleken met 2001), over de vergelijking tussen de werkelijke prestaties van de onderneming met eerder gerapporteerde opportuniteiten, risico's of plannen van de onderneming' (TOE.7 met een stijging van 23% in 2005 vergeleken met 2001) en over de evolutie van macro-economische indicatoren (TOE.10 met een stijging van 23% in 2005 vergeleken met 2001). Er zijn geen items van de rubriek MAN 'Informatie over het management en de aandeelhouders' die tot deze groep behoren.

3.6.4 Groep 4: Niet-financiële informatie die weinig of nooit gerapporteerd wordt in jaarverslagen

Groep 4 bevat de informatie-items die weinig of nooit aan bod komen in de geanalyseerde jaarverslagen. Deze groep kent in de tijd een sterke daling in het aantal items. In de analyseperiode 2001 worden nog 24 items toegewezen aan deze groep, terwijl dit aantal vermindert tot 12 in de analyseperiode 2005. Zoals besproken in de vorige paragrafen, zijn het vooral items van de rubriek TOE 'Toekomstgerichte informatie' en INK 'Intellectueel kapitaal van de onderneming'

die in 2001 tot deze groep behoren, maar die in 2003 en 2005 in meer dan 20% van de jaarverslagen gerapporteerd worden.

De subrubrieken ANA.B 'Trends die een effect hebben op de onderneming', AGI.C 'Commerciële belanghebbenden van de onderneming' en INK.A 'Humaan kapitaal' hebben het grootste aantal items die bijna nooit gerapporteerd worden in de jaarverslagen. Een aantal items worden in de analyseperiode 2001 in geen enkel jaarverslag besproken, met name de items ANA.8 'Identiteit en effect van demografische trends' en INK.7 'Kwaliteit van het management'. Dit laatste item wordt wel in 2005 in 18% van de jaarverslagen verstrekt. In 2003 blijkt geen enkel jaarverslag informatie te verstrekken over de onderhandelingspositie van klanten (AGI.19) en over jobrotatie (INK.5). In de analyseperiode 2005 wordt elk item in minstens één jaarverslag gemeld.

Hoofdstuk 4: De invloed van bedrijfsspecifieke kenmerken op de vrijwillige niet-financiële informatierapportering

In hoofdstuk 3 werd de mate onderzocht waarin Belgische beursgenoteerde ondernemingen niet-financiële informatie verstrekken in hun jaarverslagen. Bij deze analyse wordt eveneens een grote variatie geobserveerd in de hoeveelheid aan niet-financiële informatie die door de verschillende ondernemingen verschaft wordt. In dit hoofdstuk wordt getracht om de verschillen in de hoeveelheid aan gerapporteerde niet-financiële informatie te verklaren aan de hand van bedrijfsspecifieke kenmerken.

De voorbije drie decennia werden diverse studies uitgevoerd naar de invloed van ondernemingskenmerken op de mate van de informatieverstrekking (Ahmed en Courtis, 1999). Dergelijke studies zullen ook in de toekomst nuttig zijn omwille van de evoluties in de externe omgeving van een onderneming zoals de toegenomen concurrentie, de globalisering, de wijzigingen in het regelgevend kader of de introductie van nieuwe technologieën, producten en sectoren. Deze evoluties hebben alle een effect op het waardecreatieproces van ondernemingen. Hierdoor passen ondernemingen in de loop van de tijd hun rapporteringsmodel aan zodat investeerders en aandeelhouders in de mogelijkheid blijven om de waarde van een onderneming in te schatten. De onderzoeksvraag die in dit hoofdstuk behandeld wordt, is dan ook de volgende:

> *Hebben bedrijfsspecifieke kenmerken een invloed op de hoeveelheid aan niet-financiële informatie die een Belgische beursgenoteerde onderneming vrijwillig rapporteert?*

Onze studie is sterk gerelateerd aan de studies van Vanstraelen et al. (2003), Robb et al. (2001) en Meek et al. (1995) omdat zij hun informatie-index eveneens baseren op de aanbevelingen van de AICPA (1994). Additioneel bestuderen we of de mate waarin de gerapporteerde informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming verklaard kan worden door

ondernemingsspecifieke kenmerken. Bovendien is het tijdstip waarin de analyses uitgevoerd worden van belang. Bovenstaande studies bestuderen de mate van niet-financiële informatieverstrekking in een periode waarin de relevantie van niet-financiële informatie kleiner is dan de onderzoeksperiode in onze studie. Bovendien bestuderen Robb et al. (2001) en Meek et al. (1995) hoofdzakelijk Angelsaksische ondernemingen, terwijl wij in onze studie Belgische ondernemingen bestuderen. Vanstraelen et al. (2003) bestuderen dan weer wel ondernemingen uit Continentaal Europa, maar zij analyseren hoofdzakelijk de impact van andere bedrijfsspecifieke determinanten op de mate van informatierapportering.

In een eerste sectie wordt een overzicht gegeven van een aantal studies die reeds de invloed van bedrijfsspecifieke kenmerken op zowel de financiële als de niet-financiële informatierapportering onderzocht hebben. In deze sectie worden tevens de hypothesen geformuleerd. De tweede sectie licht de onderzoeksopzet toe, terwijl de derde sectie de empirische resultaten bespreekt.

4.1 Bevindingen uit de literatuur en hypothese-opbouw

Ondernemingen verschillen van elkaar in de mate waarin zij niet-financiële informatie verschaffen aan hun belanghebbenden. In onze studie bestuderen we of de hoeveelheid aan niet-financiële informatie die verstrekt wordt door de Belgische beursgenoteerde ondernemingen beïnvloed worden door diverse bedrijfsgerelateerde kenmerken, met name de grootte, de winstgevendheid, de schuldgraad, de liquiditeit, het aandeel van de immateriële activa in de totale activa, de variabiliteit in de bedrijfsresultaten, de variabiliteit in de aandelenrendementen, de aandelenspreiding en de sector. Tabel 4.1 vat de bevindingen samen van eerdere studies die de invloeden van deze variabelen op de mate van informatierapportering hebben bestudeerd. In deze tabel wordt tevens een onderscheid gemaakt tussen het type van informatie - verplicht, vrijwillig, financieel of niet-financieel - dat bestudeerd wordt.

Tabel 4.1: Literatuuroverzicht van bedrijfsspecifieke determinanten op de mate van informatieverstrekking

Auteur	Jaar (publicatie)	Samenstelling index				Determinanten									Steekproef
		Verplichte informatie	Vrijwillige informatie	Financiële informatie	Niet-financiële informatie	Grootte	Winstgevendheid	Schuldgraad	Liquiditeit	Immateriële activa	Variabiliteit bedrijfsresultaten	Variabiliteit aandelenrendementen	Spreiding van aandelen	Sector	
McNally et al.	1982		X	X	X	+	0							0	103 jaarverslagen van 103 Nieuw-Zeelandse ondernemingen in 1979
Chow en Wong-Boren	1987		X	X	X	+		0							52 jaarverslagen van 52 Mexicaanse ondernemingen in 1982
Cooke	1989	X	X	X		+									90 jaarverslagen van 90 Zweedse ondernemingen in 1985
Lang en Lundholm	1993	X	X	X	X	+						+			751 Amerikaanse ondernemingen die gedurende de periode 1985-1989 een score gekregen hebben van de Federatie van Financiële Analisten resulterende in 1.324 tot 2.272 observaties
Malone et al.	1993	?	?	X		0	0	+					**+**		125 jaarverslagen van 125 Amerikaanse ondernemingen in 1986
McKinnon en Dalimunthe	1993		X	X		+		0					+	+	65 jaarverslagen van 65 Australische ondernemingen in 1984
Wallace et al.	1994	X		X		+	+	0	-					0	50 jaarverslagen van 50 Spaanse ondernemingen in 1991
Hossain et al.	1995		X	X	X	+		+							55 jaarverslagen van 55 ondernemingen uit Nieuw-Zeeland in 1991
Meek et al.	1995		X	X	X	+	0	-						+	226 jaarverslagen van 116 Amerikaanse, 64 Britse en 46 Continentaal Europese ondernemingen in 1989
Mitchell et al.	1995		X	X		+		+			0		+	+	129 jaarverslagen van 129 Australische ondernemingen in 1985

Tabel 4.1: Literatuuroverzicht van bedrijfsspecifieke determinanten op de mate van informatieverstrekking (vervolg)

Auteur	Jaar (publicatie)	Samenstelling index				Determinanten									Steekproef
		Verplichte informatie	Vrijwillige informatie	Financiële informatie	Niet-financiële informatie	Grootte	Winstgevendheid	Schuldgraad	Liquiditeit	Immateriële activa	Variabiliteit bedrijfsresultaten	Variabiliteit aandelenrendementen	Spreiding van aandelen	Sector	
Raffournier	1995		X	X		+	+	0					0	+	161 jaarverslagen van 161 Zwitserse ondernemingen
Wallace en Naser	1995	X	X	X		+	-	0	0				0		80 jaarverslagen van 80 ondernemingen uit Hong Kong in 1991
Aitken et al.	1997		X	X		+		0					+	+	65 jaarverslagen van 65 Australische ondernemingen in 1984
Inchausti	1997	X	X	X		+	-	0						0	138 jaarverslagen van 49 Spaanse ondernemingen over periode 1989-1991
Patton en Zelenka	1997		X	X	X	+	0	+		0				0	50 jaarverslagen van 50 Tsjechische ondernemingen in 1993
Depoers	2000		X	X	X	+		0					+		102 jaarverslagen van 102 Franse ondernemingen in 1995
Ho en Wong	2001		X	X	X	+	0	0					+	+	98 jaarverslagen van 98 ondernemingen uit Hong Kong
Richardson en Welker	2001	X	X	X	X	+	0	+							324 evaluaties gemaakt door onderzoekers over de kwaliteit van de informatie verschaft in jaarverslagen door 124 Canadese ondernemingen gedurende de periode 1990-1992
Robb et al.	2001	X	X		X	+								+	192 jaarverslagen van 70 Amerikaanse, 53 Australische en 69 Canadese ondernemingen in 1995
Camfferman en Cooke	2002	X	X	X		+	0	0	0					+	161 jaarverslagen van 161 Britse ondernemingen in 1996

Tabel 4.1: Literatuuroverzicht van bedrijfsspecifieke determinanten op de mate van informatieverstrekking (vervolg)

Auteur	Jaar (publicatie)	Samenstelling index				Determinanten									Steekproef
		Verplichte informatie	Vrijwillige informatie	Financiële informatie	Niet-financiële informatie	Grootte	Winstgevendheid	Schuldgraad	Liquiditeit	Immateriële activa	Variabiliteit bedrijfsresultaten	Variabiliteit aandelenrendementen	Spreiding van aandelen	Sector	
Camfferman en Cooke	2002	X	X	X		+	0	+	+					+	161 jaarverslagen van 161 Nederlandse ondernemingen in 1996
Ettredge et al.	2002	X	X	X	X	+						0			websites van 193 Amerikaanse ondernemingen geanalyseerd aan het einde 1997/begin 1998
Ferguson et al.	2002		X	X	X	+		+						0	142 jaarverslagen van 142 ondernemingen uit Hong Kong in 1996
Watson et al.	2002		X	X		+	+	0	0					+	jaarverslagen van 216 tot 255 Britse ondernemingen over de periode 1989-1993
Bozzolan et al.	2003		X		X	+								+	30 jaarverslagen van 30 Italiaanse ondernemingen in 2001
Vanstraelen et al.	2003	X	X		X	+								+	120 jaarverslagen van 32 Belgische, 44 Duitse en 44 Nederlandse ondernemingen in 1999
Gul en Leung	2004		X	X	X	+	+	0	0					0	385 jaarverslagen van 385 ondernemingen uit Hongkong in 1996
Makhija en Patton	2004		X	X	X	0	0		0	0			+		43 jaarverslagen van 43 Tsjechische ondernemingen in 1993
Marston en Polei	2004	X	X	X	X	+	0						+		50 websites van Duitse ondernemingen bekeken in 2000 en 2003
Prencipe	2004		X	X		+	0	+					+		64 jaarrekeningen van 64 Italiaanse ondernemingen in 1997

Tabel 4.1: Literatuuroverzicht van bedrijfsspecifieke determinanten op de mate van informatieverstrekking (vervolg)

Auteur	Jaar (publicatie)	Samenstelling index				Determinanten									Steekproef
		Verplichte informatie	Vrijwillige informatie	Financiële informatie	Niet-financiële informatie	Grootte	Winstgevendheid	Schuldgraad	Liquiditeit	Immateriële activa	Variabiliteit bedrijfsresultaten	Variabiliteit aandelenrendementen	Spreiding van aandelen	Sector	
Alsaeed	2005		X	X	X	+	0	0	0				0	0	40 jaarverslagen van 40 ondernemingen uit Saoedi-Arabië in 2003
Gao et al.	2005		X		X	+			+					+	154 jaarverslagen van 33 Hongkong ondernemingen over 1993-1997
Oliveira et al.	2006		X	X	X	+	0	0					+	+	56 jaarverslagen van 56 Portugese ondernemingen in 2003
Legende: +: positieve relatie tussen de determinant en de mate van informatieverstrekking (uitgezonderd de sector waarbij + betekent dat de sector een significante invloed heeft op de mate van informatieverstrekking); -: negatieve relatie tussen de determinant en de mate van informatieverstrekking; 0: geen significant verband tussen de determinant en de mate van informatieverstrekking; blanco: determinant wordt niet onderzocht in de studie.															

Naast de ondernemingsspecifieke determinanten vermeld in tabel 4.1, kan de mate van rapportering ook door andere determinanten bepaald worden zoals de keuze van de auditor (Inchausti, 1997; Raffournier, 1995), de rapporteringstraditie van de onderneming (Ettredge et al., 2002), de uitgifte van nieuwe aandelen op de kapitaalmarkt (Hossain et al., 2005; Ettredge et al., 2002), het aantal noteringen op internationale kapitaalmarkten (Inchausti, 1997; Hossain et al., 1995) of de samenstelling van de raad van bestuur (Haniffa en Cooke, 2002; Ho en Wong, 2002a; Chen en Jaggi, 2000). De invloed van deze variabelen op de hoeveelheid aan informatie die Belgische ondernemingen rapporteren, wordt niet verder onderzocht om geen overspecificatie van het model te veroorzaken of omdat er te weinig variatie is in de variabelen (bijvoorbeeld voor het aantal noteringen op internationale kapitaalmarkten waarbij slechts één onderneming uit onze steekproef een buitenlandse notering heeft).

Op basis van tabel 4.1 kan opgemerkt worden dat de grootte van de onderneming een variabele is die in elke studie aan bod komt om de mate van informatierapportering te verklaren. Met uitzonderling van twee studies, Makhija en Patton (2004) en Malone et al. (1993), wordt telkens een positief significant verband gevonden. Grotere ondernemingen blijken dus meer gegevens te rapporteren, waarvoor diverse redenen aangehaald kunnen worden.

Vooreerst rapporteren grotere ondernemingen meer informatie omdat het aantal belanghebbenden groter is. Zo hebben deze ondernemingen meer aandeelhouders en doen zij beroep op meerdere kredietverstrekkers, waardoor de agencykosten vergroten (Ferguson et al., 2002; Inchausti, 1997; Hossain et al., 1995). De agencykosten worden verminderd door het rapporteren van meer informatie (Prencipe, 2004). Verder worden grotere ondernemingen geconfronteerd met een stijgende druk vanwege de financiële analisten om bijkomende informatie te verschaffen daar grotere ondernemingen door meer analisten gevolgd worden (Wallace et al., 1994; Lang en Lundholm, 1993; McKinnon en Dalimunthe, 1993). Bovendien zijn grotere ondernemingen meestal actief in een groter aantal sectoren of geografische gebieden waardoor zij in de

mogelijkheid zijn om meer informatie te rapporteren (Depoers, 2000; Botosan, 1997).

Een tweede verklaring is dat grotere ondernemingen de kosten verbonden aan de informatierapportering makkelijker kunnen dragen gezien zij kunnen genieten van schaalvoordelen (Ashbaugh et al., 1999; Lang en Lundholm, 1993). Tevens zijn de informatiesystemen in grotere ondernemingen uitgebreider en stellen zij meer gekwalificeerd personeel te werk waardoor de capaciteit verhoogt om meer informatie te verstrekken (Depoers, 2000).

Een derde verklaring is dat grotere ondernemingen makkelijker de concurrentiële kosten die het gevolg zijn van een toegenomen vrijwillige informatierapportering kunnen dragen. Deze kosten hebben betrekking op een verlies aan concurrentiekracht of een verlies aan onderhandelingsmacht ten aanzien van de diverse belanghebbenden. Kleinere ondernemingen zijn dus gevoeliger voor het verliezen van hun concurrentiepositie (Oyelere et al., 2003 en Raffournier, 1995) omdat ze in vergelijking met de grotere ondernemingen over onvoldoende financiële slagkracht beschikken om te reageren op de acties die ondernomen worden door de concurrenten (Prencipe, 2004). Voorts hebben grotere ondernemingen een sterkere positie ten opzichte van hun klanten en leveranciers. Hierdoor zijn de concurrentiële kosten voor de grotere ondernemingen kleiner waardoor ze meer vrijwillige informatie kunnen verstrekken (Prencipe, 2004).

Verder zijn grotere ondernemingen onderhevig aan hogere politieke kosten daar zij van naderbij gevolgd worden door overheidsinstanties (Oliveira et al., 2006; Inchausti, 1997; Buzby, 1975). Hierdoor zullen deze ondernemingen meer informatie verschaffen om inmenging van overheidswege te vermijden waardoor ze de politieke kosten kunnen verminderen (Ferguson et al., 2002; Wallace et al., 1994; Cooke, 1989; Watts en Zimmerman, 1978).

Zowel op basis van de empirische resultaten als op basis van de theoretische argumentering verwachten we dat de grotere Belgische beursgenoteerde

ondernemingen meer niet-financiële informatie verstrekken. De volgende hypothese wordt geformuleerd:

Hypothese 4.1: De mate van niet-financiële informatieverstrekking van een Belgische beursgenoteerde onderneming is positief gerelateerd aan de grootte van de onderneming.

Een tweede determinant die gerelateerd wordt aan de mate van niet-financiële informatierapportering is de winstgevendheid van de onderneming. Zowel een positieve als een negatieve richting kan geargumenteerd worden. Enerzijds kan er verwacht worden dat de meer winstgevende ondernemingen vrijwillig meer informatie verstrekken. De signaleringstheorie stelt dat winstgevende ondernemingen meer informatie publiceren omdat deze ondernemingen de belanghebbenden wensen te informeren over de goede prestaties van de onderneming (Inchausti, 1997; Malone et al., 1993; Singhvi en Desai, 1971). Hierdoor wil het management van beter presterende ondernemingen een onderwaardering van de aandelenprijs vermijden of een stijging van de beurskoers verwezenlijken (Ross, 1977). Daarnaast stelt de agencytheorie dat het management van winstgevende ondernemingen meer informatie rapporteert voor het verstevigen van hun positie in de onderneming en voor het verkrijgen van beloningen (Oliveira et al., 2006; Inchausti, 1997; Foster, 1986).

Anderzijds kan ook een negatief verband verwacht worden tussen de winstgevendheid van ondernemingen en de hoeveelheid aan informatie die een onderneming verstrekt. Concurrentiële kosten kunnen er onder meer toe leiden dat ondernemingen voorzichtig zijn in het vrijwillig rapporteren van informatie omdat ze bevreesd zijn voor een verlies aan concurrentiekracht. Deze ondernemingen vermelden minder informatie om zo de concurrenten minder op de hoogte te brengen van de wijze waarop de winsten gegenereerd worden (Prencipe, 2004). Voorts kunnen minder goed presterende ondernemingen meer informatie rapporteren om juridische stappen van aandeelhouders of investeerders te vermijden (Skinner, 1994). Daarnaast wensen goed presterende ondernemingen geen additionele informatie te verstrekken omdat

investeerders verwachten dat een onderneming deze informatie ook gedurende de volgende jaren zal verstrekken (Wallace et al., 1994).

De empirische resultaten bevestigen de conflicterende argumentatie. Zo stellen Gul en Leung (2004), Watson et al. (2002) en Wallace et al. (1994) een positieve relatie vast tussen de winstgevendheid van een onderneming en de mate van informatieverschaffing. Raffournier (1995) concludeert dat de winstgevendheid van een onderneming enkel een positief significante relatie heeft wanneer in de multivariate analyse geen rekening gehouden wordt met de grootte van de onderneming. Een significant negatief verband wordt geobserveerd door Inchausti (1997) en Wallace en Naser (1995). Alsaeed (2005), Marston en Polei (2004), Makhija en Patton (2004), Prencipe (2004), Camfferman en Cooke (2002), Ho en Wong (2001b), Patton en Zelenka (1997), Meek et al. (1995), Malone et al. (1993) en McNally et al. (1982) komen tot een insignificant resultaat.

Het feit dat vele studies een insignificant verband vertonen tussen de winstgevendheid van de onderneming en de mate van informatierapportering, wordt mogelijks verklaard door het continue karakter van de onafhankelijke variabele die een minder goede benadering kan zijn voor de winstgevendheid. De mate van winstgevendheid in onze studie wordt dan ook gemeten middels een dummy variabele die de ondernemingen opdeelt in verlieslatende ondernemingen en winstgevende ondernemingen. We verwachten een positief verband vast te stellen voor de steekproef van Belgische ondernemingen gezien managers de goede prestaties wensen te signaleren. Bovendien spelen juridische kosten een minder grote rol in België zodat verlieslatende ondernemingen niet gemotiveerd worden om vrijwillig bijkomende informatie te vermelden. Hierdoor stellen we de volgende hypothese voorop:

Hypothese 4.2: Belgische beursgenoteerde ondernemingen die verlieslatend zijn, rapporteren meer niet-financiële informatie.

Een determinant die meermaals onderzocht wordt, is de schuldgraad van de onderneming. Jensen en Meckling (1976) veronderstellen dat de agencykosten

groter zijn bij een hogere schuldgraad gezien er een grotere kans op conflicten is tussen de aandeelhouders en de vreemde schuldeisers. Naarmate de schulden een groter deel uitmaken van de kapitaalstructuur van de onderneming, hebben de schuldeisers een grotere (indirecte) invloed op het financieringsbeleid en de dividendpolitiek van ondernemingen. Er ontstaat in feite een transfer van rijkdom van de aandeelhouders naar de schuldeisers. Dit belangenconflict verhoogt de agencykosten waardoor meer informatie vermeld wordt door de onderneming (Oyelere et al., 2003). Bovendien betekent een hogere schuldgraad eveneens een groter risico waaraan de onderneming blootgesteld wordt met als gevolg dat de investeerders en de kredietverstrekkers bijkomende informatie verlangen van de onderneming (Walker en Louvari, 2003). De druk om meer informatie te verschaffen, kan tevens resulteren in het toekennen van bijkomende waarborgen. Voor zowel het verminderen van de agencykosten als het vermijden dat er waarborgen toegekend moeten worden, zullen de ondernemingen met een hogere schuldgraad meer informatie verschaffen (Watson et al., 2002). De kredietverleners worden hierdoor beter op de hoogte gesteld van de financiële positie (Inchausti, 1997).

Empirische studies van Ferguson et al. (2002), Richardson en Welker (2001), Patton en Zelenka (1997), Hossain et al. (1995), Mitchell et al. (1995) en Malone et al. (1993) komen tot de bevinding dat de hoogte van de schuldgraad positief gerelateerd is aan de mate van informatieverschaffing. Camfferman en Cooke (2002) observeren een positieve relatie bij Nederlandse ondernemingen, maar een insignificante relatie bij Britse ondernemingen. Ferguson et al. (2002) stellen een positief significante relatie vast met de hoeveelheid aan financiële informatie die verschaft werd, maar deze auteurs vinden geen betekenisvolle relatie tussen de schuldgraad en de mate waarin ondernemingen strategische informatie en niet-financiële informatie verstrekken. Patton en Zelenka (1997) constateren enkel op univariate basis een positieve relatie tussen de schuldgraad en de hoeveelheid aan gerapporteerde informatie.

Zoals uit tabel 4.1 blijkt, wordt een negatief verband vastgesteld door Meek et al. (1995) die dit verband wijten aan het feit dat het vooral de grotere ondernemingen zijn die een lagere schuldgraad hebben, waardoor de grootte

van de onderneming in plaats van de schuldgraad een betekenisvolle invloed heeft. Alsaeed (2005), Gul en Leung (2004), Watson et al. (2002), Ho en Wong (2001b), Depoers (2000), Aitken et al. (1997), Inchausti (1997), Hossain et al. (1995), Raffournier (1995), Wallace en Naser (1995), Wallace et al. (1994), McKinnon en Dalimunthe (1993) en Chow en Wong-Boren (1987) vinden allen echter geen significant verband tussen de hoogte van de schuldgraad en de mate van informatierapportering. Dit insignificante resultaat kan enerzijds verklaard worden doordat er enkel informatie aan kredietverleners verschaft wordt zonder dat deze informatie publiek beschikbaar wordt gesteld (Alsaeed, 2005; Chow en Wong-Boren, 1987). Daarnaast hebben ondernemingen met een hoge schuldgraad mogelijks te weinig financiële middelen om de rapportering van vrijwillige informatie te bekostigen (Cormier en Magnan, 2003).

Gezien de Belgische ondernemingen voor hun investeringen in grotere mate beroep doen op bankfinanciering dan de Angelsaksische ondernemingen (Alonso et al., 2005; Laporta et al. 1997) zijn de agencykosten groter. Hierdoor verwachten we een positief verband tussen de mate van niet-financiële informatieverstrekking en de schuldgraad van ondernemingen, zodat de volgende hypothese onderzocht zal worden:

Hypothese 4.3: *De mate van niet-financiële informatieverstrekking van een Belgische beursgenoteerde onderneming is positief gerelateerd aan de schuldgraad van de onderneming.*

De boekhoudkundige liquiditeit van een onderneming is een maatstaf voor de mate waarin ze haar korte termijn financiële verplichtingen kan voldoen. Naarmate deze ratio hoger is, kan een onderneming haar schulden op korte termijn makkelijker financieren. Theoretisch gezien kan zowel een positieve als een negatieve richting geargumenteerd worden. Zo kan verwacht worden dat de meer liquide ondernemingen hun goede financiële positie wensen te melden door op vrijwillige basis meer informatie te verschaffen (Watson et al., 2002). Deze redenering op basis van de signaleringstheorie komt echter in conflict met de agencytheorie. Deze theorie stelt immers dat de kosten hoger zullen zijn naarmate een onderneming meer kortlopende schulden heeft, waardoor een

lagere liquiditeit bekomen wordt. Hieruit kan afgeleid worden dat gegeven de hogere agencykosten, de minder liquide ondernemingen meer informatie rapporteren in vergelijking met de meer liquide ondernemingen (Watson et al., 2002). De minder liquide ondernemingen zullen, anders gezegd, ter verklaring voor de minder goede financiële positie meer additionele informatie verstrekken (Wallace et al., 1994).

De empirische bevindingen zoals opgenomen in tabel 4.1 geven - consistent met de bovenstaande argumentatie – geen duidelijk verband weer. Zo vinden Camfferman en Cooke (2002) dat de liquiditeit van Nederlandse ondernemingen positief gerelateerd is met de mate van informatieverstrekking, terwijl een omgekeerde relatie vastgesteld wordt voor Britse ondernemingen. Wallace et al. (1994) observeren een negatieve relatie, terwijl Gao et al. (2005) een positief verband vaststellen. Oyelere et al. (2003) concluderen voorts dat de meer liquide ondernemingen meer informatie communiceren op de website in vergelijking met de minder liquide bedrijven. Alsaeed (2005), Gul en Leung (2004), Makhija en Patton (2004), Watson et al. (2002), Wallace en Naser (1995) en Belkaoui (1978) constateren geen betekenisvolle relatie.

In analogie met de impact van de schuldgraad van een onderneming op de mate van niet-financiële informatierapportering, verwachten we eveneens dat de agencykosten een sterkere invloed hebben op de beslissing van Belgische ondernemingen om vrijwillig meer niet-financiële informatie te verschaffen. We stellen dan ook de volgende hypothese:

Hypothese 4.4: *De mate van niet-financiële informatieverstrekking van een Belgische beursgenoteerde onderneming is negatief gerelateerd aan de boekhoudkundige liquiditeit van de onderneming.*

Een variabele die weinig onderzocht werd, is de mate waarin de immateriële bezittingen van een onderneming een invloed hebben op de mate van rapportering. Lev en Zarowin (1999) en Amir en Lev (1996) benadrukken dat de conventionele financiële informatie ontoereikend is ter verklaring van de waarde

van een onderneming met verhoudingsgewijs meer immateriële bezittingen. Hierdoor is de informatieasymmetrie tussen de ondernemingen enerzijds en de investeerders en de aandeelhouders anderzijds groter (Makhija en Patton, 2004). Ondernemingen met meer immateriële bezittingen hebben er dan ook baat bij om vrijwillig meer niet-financiële informatie te verschaffen omdat een verlaging van de informatieasymmetrie kan resulteren in een lagere kapitaalkost (Diamond en Verrecchia, 1991). Bovendien zijn de ondernemingen met meer immateriële bezittingen risicovoller waardoor de agencykosten groter zijn (Patton en Zelenka, 1997). Deze kosten worden eveneens verminderd door vrijwillig meer informatie ter beschikking te stellen (Walker en Louvari, 2003; Amir en Lev, 1996).

De empirische resultaten, opgenomen in tabel 4.1, geven geen ondersteuning voor de assumptie dat ondernemingen met meer immateriële vaste activa meer informatie rapporteren. Zo komen Makhija en Patton (2004) en Patton en Zelenka (1997) in hun studie van Tsjechische ondernemingen tot een insignificant resultaat. Rekening houdende met de theoretische argumentatie kan verwacht worden dat de ondernemingen waarvan de waarde in grotere mate bepaald wordt door immateriële bezittingen, meer gegevens van niet-financiële aard verstrekken. Hierdoor wordt de volgende hypothese geformuleerd:

Hypothese 4.5: *De mate van niet-financiële informatieverstrekking van een Belgische beursgenoteerde onderneming is positief gerelateerd aan het aandeel van immateriële vaste activa erkend in de jaarrekening.*

Een volgende determinant die weinig aan bod komt in de internationale literatuur is de variabiliteit in het bedrijfsresultaat. Nochtans kan op basis van de agencytheorie verwacht worden dat de investeerders meer vrijwillige informatie verlangen van ondernemingen met een sterkere variabiliteit in de bedrijfsresultaten. Zij ervaren immers meer onzekerheid in het inschatten van de toekomstige bedrijfsresultaten (Lennox en Park, 2006; Bradbury, 1992). Cox (1985) en Waymire (1985) stellen deze relatie ook empirisch vast. Mitchell et al.

(1995) en Bradbury (1992) vinden geen betekenisvolle relatie. Gegeven de theoretische argumentatie wordt de volgende hypothese gesteld:

Hypothese 4.6: De mate van niet-financiële informatieverstrekking van een Belgische beursgenoteerde onderneming is positief gerelateerd aan de variabiliteit in de bedrijfsresultaten.

Een andere maatstaf van onzekerheid is de variabiliteit in de aandelenrendementen. De agencytheorie stelt dat ondernemingen vrijwillig meer informatie rapporteren om de belanghebbenden op de hoogte te brengen van de redenen waarom de beurskoersen sterk fluctueren. In de empirische literatuur is de invloed van deze variabele op de hoeveelheid aan gerapporteerde informatie onderzocht door Lang en Lundholm (1993) die een positief verband vaststellen. We verwachten dan ook dat de Belgische beursgenoteerde ondernemingen meer niet-financiële informatie verstrekken naarmate de variabiliteit in de aandelenrendementen hoger is. De volgende hypothese wordt geformuleerd:

Hypothese 4.7: De mate van niet-financiële informatieverstrekking van een Belgische beursgenoteerde onderneming is positief gerelateerd aan de variabiliteit in de aandelenrendementen.

De agencytheorie argumenteert dat ondernemingen vrijwillig meer informatie rapporteren naarmate de aandeelhoudersstructuur minder geconcentreerd is (Ho en Wong, 2001b; Depoers, 2000). Dergelijke ondernemingen zijn immers onderhevig aan toenemende belangenconflicten in vergelijking met ondernemingen die een eerder geconcentreerde aandeelhoudersstructuur hebben (Oliveira et al., 2006; Depoers, 2000; Raffournier, 1995). Dit belangenconflict wordt veroorzaakt doordat er weinig of geen controle uitgeoefend kan worden op het management van de onderneming (Ho en Wong, 2001b; Depoers, 2000). De agencykosten bij ondernemingen met een hogere aandelenspreiding zijn groter omwille van de hogere informatieasymmetrie tussen de eigenaars en de managers (Prencipe, 2004; Yhim et al., 2003). De bedrijven met een grotere spreiding van de aandelen zijn dus meer gebaat bij

het verstrekken van additionele informatie ter vermindering van de agencykosten (Depoers, 2000).

De empirische onderzoeken van Marston en Polei (2004), Makhija en Patton (2004), Prencipe (2004), Aitken et al. (1997) en McKinnon en Dalimunthe (1993) vinden een positief verband tussen de aandelenspreiding en de mate van vrijwillige publicatie van informatie. Depoers (2000) en Mitchell et al. (1995) tonen ook een positief verband aan, maar dit verband blijkt enkel in de univariate analyse significant. De multivariate analyse geeft geen bevestiging van het univariate onderzoeksresultaat. Depoers (2000) verklaart deze bevinding doordat deze variabele gecorreleerd is met de grootte van de onderneming. Ho en Wong (2001b) vinden dan weer dat naarmate er meer familieleden deel uitmaken van de raad van bestuur er minder informatie verstrekt wordt. Deze maatstaf is volgens deze auteurs een benadering voor de mate waarin de aandelen verspreid zijn.

Andere studies, onder meer Alsaeed (2005), Raffournier (1995) en Wallace en Naser (1995) besluiten dat er geen significant verband is tussen de mate van aandelenspreiding en de mate van informatierapportering door ondernemingen. Op basis van de agencytheorie verwachten we dat de Belgische ondernemingen met een grotere spreiding in hun aandeelhoudersstructuur vrijwillig meer niet-financiële verschaffen, waardoor we de volgende hypothese stellen:

Hypothese 4.8: De mate van niet-financiële informatieverstrekking van een Belgische beursgenoteerde onderneming is positief gerelateerd aan de aandeelhoudersspreiding.

De sector waartoe een onderneming behoort, kan de mate waarin een onderneming informatie verstrekt eveneens beïnvloeden. Zo zijn de politieke kosten in de meer gereglementeerde sectoren (bijvoorbeeld de nutsvoorzieningen of de exploitatie van gas en olie) hoger met als gevolg dat de ondernemingen in deze sector meer informatie rapporteren (Watson et al., 2002). Daarnaast zorgt de legitimeringstheorie ervoor dat ondernemingen uit bepaalde specifieke sectoren ter verantwoording van hun activiteiten meer

informatie rapporteren. Zo verschaffen de ondernemingen actief in de chemische nijverheid meer informatie over de milieu-inspanningen die ze leveren.

De concurrentiële kosten in een sector bepalen eveneens de hoeveelheid aan gerapporteerde informatie. In de zeer competitieve sectoren wordt minder vrijwillige informatie vermeld (Ferguson et al., 2002). Tot slot wordt door Cooke (1989) aangestipt dat de informatierapportering van een dominante onderneming eveneens de mate van rapportering van de andere ondernemingen binnen de sector kan bepalen.

De empirische studies opgenomen in tabel 4.1 leveren geen éénduidig resultaat. Een aantal studies benadrukken dat ondernemingen van eerder gereglementeerde sectoren meer gegevens rapporteren. Gao et al. (2005) concluderen dat de sector van de nutsvoorzieningen meer gegevens publiek beschikbaar stelt dan de financiële sector en de vastgoedsector. Aitken et al. (1997), Meek et al. (1995), Mitchell et al. (1995) en McKinnon en Dalimunthe (1993) tonen aan dat ondernemingen actief in de ontginning van olie en mijnbouw, eveneens een gereglementeerde sector, meer vrijwillige informatie verstrekken omwille van hun maatschappelijke verantwoordelijkheid. Deze reden is eveneens een verklaring dat de energiesector significant meer gegevens vermeldt (Robb et al., 2001).

Anderzijds vinden Watson et al. (2002) dat ondernemingen actief in de mediasector of in de energiesector minder – weliswaar niet significant - informatie rapporteren in vergelijking met ondernemingen van andere sectoren. Deze bevindingen corresponderen niet met de politieke kostentheorie waarbij de verwachting gesteld kan worden dat de ondernemingen van een gereglementeerde sector meer gegevens vermelden. Een reden hiervoor kan zijn dat de ondernemingen van meer gereglementeerde sectoren vinden dat ze voldoende gegevens dienen te vermelden waardoor ze geen additionele informatie rapporteren. Een gelijkaardig resultaat wordt gevonden door Ferguson et al. (2002) die vaststellen dat een deelname aan een gereglementeerde sector (nutsvoorzieningen) geen invloed heeft op de kwantiteit van de informatieverstrekking. Deze auteurs vinden wel dat

ondernemingen uit competitieve sectoren als de elektronicasector minder financiële informatie verstrekken. Dezelfde studie besluit echter dat de sector geen betekenisvolle invloed heeft op de verschaffing van niet-financiële informatie en de strategische informatie.

Voorts rapporteren productieondernemingen meer informatie dan handels- of dienstenondernemingen (Camfferman en Cooke, 2002; Ho en Wong, 2001b; Raffournier, 1995). Bozzolan et al. (2003) besluiten dat de Italiaanse ondernemingen actief in de telecomsector of de IT-sector meer gegevens over het intellectueel kapitaal van de onderneming verschaffen dan de andere ondernemingen. Ook Lennox en Park (2006) vinden dat de ondernemingen van hoogtechnologische sectoren vrijwillig meer financiële informatie verstrekken.

De studies van Alsaeed (2005), Gul en Leung (2004), Inchausti (1997), Patton en Zelenka (1997), Wallace et al. (1994) en McNally et al. (1982) vinden geen significante invloed van de sector op de mate van de informatierapportering.

In onze studie wordt specifiek onderzocht of ondernemingen die behoren tot de eerder hoogtechnologische sectoren (onder meer farmacie, halfgeleiders of telecommunicatie) een verschillend rapporteringsgedrag vertonen in vergelijking met de ondernemingen die behoren tot de eerder laagtechnologische (onder meer bouwnijverheid, energie of retail). We stellen de assumptie dat de ondernemingen uit de hoogtechnologische sectoren meer niet-financiële informatie verschaffen omdat de waarde van dergelijke ondernemingen in grotere mate bepaald wordt door prestatiemaatstaven van niet-financiële aard (Lev en Zarowin, 1999). Bovendien stellen Walker en Louvari (2003) dat hoogtechnologische ondernemingen een hoger risico hebben waardoor de financiële kerncijfers ontoereikend zijn om de waarde van de onderneming in te schatten. Guo et al. (2004) benadrukken dat ondernemingen uit de biotechnologie sector een hogere informatiekloof hebben waardoor zij meer voordelen kunnen halen uit het vrijgeven van vrijwillige informatie. Verder komen Rajan en Zingales (1998) tot de conclusie dat de eerder hoogtechnologische ondernemingen meer externe financieringsmiddelen nodig hebben in vergelijking met de laagtechnologische sectoren, waardoor deze

ondernemingen in grotere mate beroep doen op de beursmarkt. Agencykosten voor deze ondernemingen zijn groter, waardoor zij meer vrijwillige informatie verschaffen. Bovenstaande redenen resulteren in de verwachting dat de Belgische ondernemingen die deel uitmaken van eerder hoogtechnologische sectoren meer informatie van niet-financiële aard rapporteren, waardoor de volgende hypothese getest wordt:

Hypothese 4.9: *Belgische beursgenoteerde ondernemingen actief binnen de hoogtechnologische sector rapporteren meer niet-financiële informatie dan ondernemingen actief in de laagtechnologische sector.*

Tabel 4.2 vat de verwachte hypothesen samen.

Tabel 4.2: Samenvattend overzicht van de hypothesen

Bedrijfsspecifieke kenmerken	**R_CAT[1]**
De grootte van een onderneming	+
De verlieslatendheid van een onderneming	+
De schuldgraad van een onderneming	+
De boekhoudkundige liquiditeit van een onderneming	-
De proportie aan immateriële bezittingen van een onderneming	+
De variabiliteit in de bedrijfsresultaten van een onderneming	+
De variabiliteit in de aandelenrendementen van een onderneming	+
De aandeelhoudersspreiding van een onderneming	+
De aanwezigheid van een onderneming in de hoogtechnologische sector	+

[1]R_CAT: Richting van het verband met de rapportering van niet-financiële informatie

4.2 Onderzoeksopzet

De steekproefgrootte bestaat uit 120 jaarverslagen van 40 Belgische beursgenoteerde ondernemingen voor de periode 2001-2005. Deze ondernemingen zijn dezelfde ondernemingen die deel uitmaken van de steekproef van hoofdstuk 3. In dit hoofdstuk werden de onderzoeksresultaten besproken van de mate waarin deze ondernemingen 71 niet-financiële informatie-items – ingedeeld in vijf informatiecategorieën - rapporteren. Deze onderzoeksresultaten worden gebruikt om de invloed van verscheidene

bedrijfsspecifieke kenmerken te onderzoeken. Voor meer informatie over de samenstelling van de steekproef, de toegepaste analysemethode en de onderzoeksresultaten van de mate waarin niet-financiële informatie vermeld wordt in de jaarverslagen, kan verwezen worden naar de onderdelen 3.3 en 3.4.

De bedrijfsspecifieke determinanten die gerelateerd worden aan de mate van de niet-financiële informatierapportering, zijn opgenomen in het onderstaande model:

$$R\_CAT_{ij} = \beta_0 + \beta_1 GRO_{ij} + \beta_2 VERLIES_{ij} + \beta_3 SCHULD_{ij} + \beta_4 LIQ_{ij} + \beta_5 IMAT_{ij} + \beta_6 WBR_{ij} + \beta_7 VAR\_AR_{ij} + \beta_8 ASP_{ij} + \beta_9 SEC_{ij} + \beta_{10} JR01 + \beta_{11} JR05 + \varepsilon$$

De omschrijving en de definiëring van de afhankelijke en de onafhankelijke variabelen zijn opgenomen in tabel 4.3.

De onafhankelijke variabelen worden berekend op basis van de geconsolideerde jaarrekeninggegevens die opgezocht worden in de BelFirst DVD. Deze databron bevat jaarrekeninggegevens van alle Belgische ondernemingen die een jaarrekening openbaar dienen te maken. Indien een bepaald gegeven ontbreekt in deze databron, worden de jaarverslagen van de ondernemingen geraadpleegd die publiek beschikbaar zijn op de websites van de beursgenoteerde ondernemingen. De toewijzing van een onderneming aan hetzij de hoogtechnologische sector, hetzij de laagtechnologische sector gebeurt op basis van een indeling van Lennox en Park (2006) en Kwon (2002) die sectoren zoals farmacie, telecommunicatie, informatietechnologie en elektronische uitrusting als hoogtechnologisch beschouwen.

Tabel 4.3: Omschrijving en definiëring van de variabelen

Variabele	Omschrijving	Definiëring
R_CAT_{ij}	De rapportering van de niet-financiële informatiecategorie CAT van onderneming i in jaar j	Het aantal items van de informatiecategorie CAT dat onderneming i vermeldt in de jaarverslagen van het jaar j waarbij CAT = TOT: de geaggregeerde score van de mate van niet-financiële informatierapportering[5]; ANA: analyse van bedrijfsinformatie door het management; ANA.A: redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in prestatiemaatstaven; ANA.B: trends die een effect hebben op de onderneming; TOE: toekomstgerichte informatie; MAN: informatie over het management en de aandeelhouders; AGI: achtergrondinformatie over de onderneming; AGI.A: doelstellingen en strategie; AGI.B: producten en diensten; AGI.C: commerciële belanghebbenden van de onderneming; INK: informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming; INK.A: humaan kapitaal; INK.B: interne structuur; INK.C: externe structuur.
GRO_{ij}	De grootte van onderneming i in jaar j	De totale activa van de onderneming i in jaar j
$VERLIES_{ij}$	Het feit of onderneming i verlieslatend is in jaar j	Dummy variabele waarbij de onderneming i in jaar j de waarde 0 krijgt wanneer het nettoresultaat na belastingen positief is en de waarde 1 wanneer het nettoresultaat na belastingen negatief is.
$SCHULD_{ij}$	De schuldgraad van onderneming i in jaar j	De verhouding tussen de schulden op lange termijn en korte termijn op het totale vermogen van de onderneming i in jaar j
LIQ_{ij}	De boekhoudkundige liquiditeit van onderneming i in jaar j	De current ratio van de onderneming i in jaar j
$IMAT_{ij}$	De immateriële bezittingen van de onderneming i in jaar j	De verhouding tussen de immateriële vaste activa en het balanstotaal van de onderneming i in jaar j
WBR_{ij}	De variabiliteit in de bedrijfsresultaten van onderneming i in jaar j	Het verschil tussen het nettoresultaat na belastingen van het jaar j ten opzichte van het jaar j-1 gedeeld door het nettoresultaat na belastingen van het jaar j-1 van de onderneming i

[5] op basis van de 71 niet-financiële informatie items in de index.

Tabel 4.3: Omschrijving en definiëring van de variabelen (vervolg)

Variabele	Omschrijving	Definiëring
VAR_AR_{ij}	De variabiliteit in de aandelenrende-menten van onder-neming i in jaar j	De standaardafwijking van de maandelijkse aandelenrendementen van de onderneming i in jaar j
ASP_{ij}	De aandeelhouders-structuur van onde-rneming i in jaar j	Het percentage aan aandelen aangehouden door de drie grootste aandeelhouders van de onderneming i in jaar j
SEC_i	De sector waartoe onderneming i behoort	Dummy variabele waarbij de onderneming i de waarde 0 krijgt wanneer de onderneming actief is in een laagtechnologische sector en de waarde 1 wanneer de onderneming actief is in een hoogtechnologische sector.
JR 01	Jaar 2001	Dummy variabele met de waarde 0 indien de rapportering van onderneming i gebeurt in het jaar 2003 of 2005 en de waarde 1 indien rapportering van de onderneming i gebeurt in het jaar 2001
JR 05	Jaar 2005	Dummy variabele met de waarde 0 indien de rapportering van onderneming i gebeurt in het jaar 2001 of 2003 en de waarde 1 indien rapportering van de onderneming i gebeurt in het jaar 2005
ε	restterm	

De multivariate analyse wordt uitgevoerd middels toepassing te maken van de rangorde regressie. Deze methode is geschikt wanneer het aantal observaties beperkt is (Cronan et al., 1986). Bij de rangorde regressie worden de afhankelijke en de onafhankelijke variabelen vervangen door hun respectievelijke rangordes. Vervolgens wordt het model geschat middels OLS. De rangorde regressie is een distributievrije methode en heeft als voordeel dat de assumpties van lineariteit, normaliteit en heteroscedasticiteit niet voldaan dienen te zijn (Cooke, 1989). De rangorde regressiemethode vermindert eveneens de effecten van outliers of beïnvloedende observaties omwille van de omzetting van de ruwe data naar rangordes. Voorts benaderen de skewness en kurtosis statistieken van de residuen bij toepassing van deze techniek de normaliteit.

Eén van de nadelen van de rangorde regressie is dat het gebruik van een rangschikking het gevolg heeft dat de informatie opgenomen in continue data verloren gaat. Desondanks vinden Hettmansperger en McKean (1978) dat de

nauwkeurigheid van de resultaten niet te lijden hebben onder het gebruik van rangordes en dat bij een kleine steekproeftrekking de resultaten bij de rangorde regressie beter zijn dan onder toepassing van conventionele regressiemethoden. Een tweede kritiek betreft de interpretatie van de coëfficiënten van de variabelen waarbij niet dezelfde marginale interpretatie kan toegewezen worden als bij conventionele regressiemethoden (Cronan et al., 1986; Cooke, 1989).

Diverse studies in het onderzoeksdomein van de financiële rapportering passen de rangorde regressie toe. Zo onderzoeken Lang en Lundholm (1993, 1996), Wallace et al. (1994) en Wallace en Naser (1995) eveneens de invloed van bedrijfsspecifieke determinanten op de mate van informatieverstrekking door toepassing te maken van de rangorde regressie. Barron et al. (2002) maken in hun analyse naar de invloeden op de voorspellingsnauwkeurigheid ook gebruik van deze methode. Het probleem van de panel data lossen we op door de integratie van dummy variabelen voor de jaren waarin de analyses plaatsvinden. Deze methode wordt ook toegepast in de studies van Bhat et al. (2006), Byard et al. (2006), Barako et al. (2006) en Francis et al. (2005). Als een additionele analyse, maken we gebruik van een 'lag' variabele die controleert voor het historisch rapporteringsgedrag van ondernemingen.

4.3 Onderzoeksresultaten

In deze sectie worden de onderzoeksbevindingen van onze empirische analyse toegelicht. In tabel 4.4 worden een aantal beschrijvende statistieken opgenomen van zowel de afhankelijke als de onafhankelijke variabelen. Deze statistieken zijn berekend op basis van de originele data en niet op basis van de rangorden.

Tabel 4.4: Beschrijvende statistieken (N=120)

Variabele	Gemid-delde	Min.	Max.	Standaard-afwijking	Skewness	Kurtosis
Afhankelijke variabelen:						
R_CAT_{ij}						
TOT_{ij}	32,742	10	49	7,451	-0,252	-0,145
ANA_{ij}	4,258	2	8	1,542	0,311	-0,653
$ANA.A_{ij}$	3,283	1	6	1,204	0,023	-0,563
$ANA.B_{ij}$	0,975	0	3	0,804	0,638	0,150
TOE_{ij}	4,558	0	10	2,069	0,326	0,041
MAN_{ij}	4,200	1	6	0,949	-0,593	0,337
AGI_{ij}	10,942	4	17	2,603	-0,304	0,069
$AGI.A_{ij}$	2,233	0	3	0,683	-0,815	1,310
$AGI.B_{ij}$	6,417	3	10	1,412	0,009	-0,161
$AGI.C_{ij}$	2,292	0	6	1,440	0,401	-0,334
INK_{ij}	8,783	0	16	3,068	-0,394	0,238
$INK.A_{ij}$	1,875	0	6	1,326	0,278	-0,498
$INK.B_{ij}$	4,075	0	8	1,774	-0,198	-0,500
$INK.C_{ij}$	2,833	0	5	1,198	-0,329	-0,373
Onafhankelijke variabelen:						
GRO_{ij}	2301724[1]	21614[1]	29382000[1]	4880279	3,468	13,199
$VERLIES_{ij}$	0,175	0	1	0,382	1,732	1,018
$SCHULD_{ij}$	0,563	0,096	0,929	0,177	-0,332	-0,235
LIQ_{ij}	1,798	0,490	8,870	1,219	2,702	10,692
$IMAT_{ij}$	0,130	0	0,585	0,130	1,397	1,376
WBR_{ij}	0,830	0	4,739	1,031	1,928	3,557
VAR_AR_{ij}	0,093	0,027	0,367	0,055	2,140	6,691
ASP_{ij}	0,539	0,106	0,949	0,201	-0,229	-0,623
SEC_i	0,375	0	1	0,486	0,523	-1,756

R_CAT_{ij}: de rapportering van de niet-financiële informatiecategorie CAT door onderneming i in jaar j waarbij CAT = TOT: de geaggregeerde score van de mate van niet-financiële informatierapportering; ANA: analyse van bedrijfsinformatie door het management; ANA.A: redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in prestatiemaatstaven; ANA.B: trends die een effect hebben op de onderneming; TOE: toekomstgerichte informatie; MAN: informatie over het management en de aandeelhouders; AGI: achtergrondinformatie over de onderneming; AGI.A: doelstellingen en strategie; AGI.B: producten en diensten; AGI.C: commerciële belanghebbenden van de onderneming; INK: Informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming; INK.A: humaan kapitaal; INK.B: interne structuur; INK.C: externe structuur; GRO_{ij}: de grootte van onderneming i in jaar j, $VERLIES_{ij}$: het feit of onderneming i verlieslatend is in jaar j; $SCHULD_{ij}$: de schuldgraad van onderneming i in jaar j; LIQ_{ij}: de boekhoudkundige liquiditeit van onderneming i in jaar j; $IMAT_{ij}$: de immateriële bezittingen van onderneming i in jaar j; WBR_{ij}: de variabiliteit in de bedrijfsresultaten van onderneming i in jaar j; VAR_AR_{ij}: de variabiliteit in de aandelenrendementen van onderneming i in jaar j; ASP_{ij}: de aandeelhoudersstructuur van onderneming i in jaar j; SEC_i: de sector waartoe onderneming i behoort;
[1] Gegevens in duizendtallen

De onderzoeksresultaten aangaande de afhankelijke variabele - de mate waarin de Belgische beursgenoteerde ondernemingen melding maken van de informatie-items die deel uitmaken van een bepaalde informatiecategorie - werden reeds uitvoerig besproken in hoofdstuk 3. Met betrekking tot de

onafhankelijke variabelen kunnen we een sterke spreiding vaststellen voor de grootte van de onderneming. Zowel vrij kleine als zeer grote ondernemingen zijn vertegenwoordigd in de steekproef. Verder zijn 18% van de ondernemingen verlieslatend. Voorts hebben sommige ondernemingen een zeer geconcentreerde aandeelhoudersstructuur waarbij zelfs 93% van de aandelen aangehouden wordt door de drie grootste aandeelhouders, terwijl bij andere ondernemingen dit percentage amper 11% bedraagt. De gemiddelde schuldgraad van een onderneming beloopt 56% en het aandeel van de immateriële activa in het balanstotaal van een onderneming bedraagt gemiddeld 13%. De gemiddelde liquiditeit van een onderneming bedraagt 1,798. De Belgische ondernemingen variëren sterk van elkaar op het vlak van zowel de variabiliteit in de bedrijfsresultaten als op het vlak van de aandelenrendementen. Tot slot behoort 37,5% van alle ondernemingen in de steekproef tot de hoogtechnologische sector. Een aantal variabelen vertonen hoge skewness en kurtosis waarden, maar door het nemen van rangorden wordt dit probleem omzeild.

De correlaties tussen de afhankelijke en de onafhankelijke variabelen worden gepresenteerd in tabel 4.5.

De correlaties opgenomen in tabel 4.5 geven een aantal significante correlaties weer. Zo zijn de kleinere ondernemingen financieel gezonder met minder schulden en een betere liquiditeit. De kleinere ondernemingen bezitten procentueel meer immateriële vaste activa en ze behoren eerder tot de hoogtechnologische sectoren. Verder toont tabel 4.5 aan dat de aandelen van kleinere ondernemingen meer geconcentreerd zijn. De grotere ondernemingen vertonen wel stabielere bedrijfsresultaten.

Tabel 4.5: Spearmans' rho correlatie-coëfficiënten tussen de afhankelijke en de onafhankelijke variabelen (N=120)

R_CAT_{ij}	GRO_{ij}	$VERLIES_{ij}$	$SCHULD_{ij}$	LIQ_{ij}	$IMAT_{ij}$	WBR_{ij}	VAR_AR_{ij}	ASP_{ij}	SEC_i
TOT_{ij}	0,255***	-0,094	0,039	0,080	0,091	-0,121*	-0,357***	-0,212***	-0,012
ANA_{ij}	0,285***	0,156**	0,135*	-0,107	0,197**	0,096	-0,044	-0,052	-0,035
$ANA.A_{ij}$	0,237***	0,110	0,114	-0,152**	0,261***	0,160**	0,089	0,004	-0,001
$ANA.B_{ij}$	0,236***	0,117	0,089	0,013	0,003	-0,088	-0,256***	-0,132*	-0,084
TOE_{ij}	0,272***	-0,096	0,008	0,014	-0,013	-0,057	-0,406***	-0,050	-0,184**
MAN_{ij}	0,019	0,020	0,043	0,042	0,148*	0,065	0,014	-0,156	0,130
AGI_{ij}	0,141*	-0,046	0,031	0,103	-0,020	-0,036	-0,289***	-0,186**	0,013
$AGI.A_{ij}$	-0,094	-0,083	-0,236***	0,254***	0,025	-0,160**	-0,139*	-0,097	0,083
$AGI.B_{ij}$	0,192**	-0,031	-0,019	0,104	-0,136*	-0,121*	-0,332***	-0,158**	-0,085
$AGI.C_{ij}$	0,080	-0,028	0,151**	-0,006	0,073	0,072	-0,113	-0,141	0,068
INK_{ij}	0,155**	-0,162**	0,000	0,124*	0,119*	-0,233***	-0,314***	-0,249***	0,015
$INK.A_{ij}$	0,225**	-0,298***	-0,008	0,120*	0,009	-0,303***	-0,231**	-0,251***	-0,125*
$INK.B_{ij}$	-0,043	0,003	-0,110	0,204**	0,053	-0,154**	-0,225**	-0,113	0,178**
$INK.C_{ij}$	0,144*	-0,082	0,097	-0,033	0,298***	-0,045	-0,241***	-0,193**	0,049
$VERLIES_{ij}$	-0,069								
$SCHULD_{ij}$	0,343***	0,268***							
LIQ_{ij}	-0,354***	-0,109	-0,484***						
$IMAT_{ij}$	-0,252***	0,152*	0,154*	-0,342***					
WBR_{ij}	-0,054	0,380***	0,113	-0,141	0,132				
VAR_AR_{ij}	-0,220**	0,283***	-0,024	0,014	0,133	0,183**			
ASP_{ij}	-0,258***	-0,132	-0,047	-0,097	-0,080	-0,044	0,038		
SEC_i	-0,336***	0,187**	-0,396***	0,435***	0,164*	0,175*	0,279***	-0,247***	

Tabel 4.5: Spearmans' rho correlatie-coëfficiënten tussen de afhankelijke en de onafhankelijke variabelen (N=120) (vervolg)

Deze tabel bevat de Spearmans' rho correlatiecoëfficiënten voor de variabelen R_CAT_{ij}: de rapportering van de niet-financiële informatiecategorie CAT door onderneming i in jaar j waarbij CAT = TOT: de geaggregeerde score van de mate van niet-financiële informatierapportering; ANA: analyse van bedrijfsinformatie door het management; ANA.A: redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in prestatiemaatstaven; ANA.B: trends die een effect hebben op de onderneming; TOE: toekomstgerichte informatie; MAN: informatie over het management en de aandeelhouders; AGI: achtergrondinformatie over de onderneming; AGI.A: doelstellingen en strategie; AGI.B: producten en diensten; AGI.C: commerciële belanghebbenden van de onderneming; INK: Informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming; INK.A: humaan kapitaal; INK.B: interne structuur; INK.C: externe structuur; GRO_{ij}: de grootte van onderneming i in jaar j, $VERLIES_{ij}$: het feit of onderneming i verlieslatend is in jaar j; $SCHULD_{ij}$: de schuldgraad van onderneming i in jaar j; LIQ_{ij}: de boekhoudkundige liquiditeit van onderneming i in jaar j; $IMAT_{ij}$: de immateriële bezittingen van onderneming i in jaar j; WBR_{ij}: de variabiliteit in de bedrijfsresultaten van onderneming i in jaar j; VAR_AR_{ij}: de variabiliteit in de aandelenrendementen van onderneming i in jaar j; ASP_{ij}: de aandeelhoudersstructuur van onderneming i in jaar j; SEC_i: de sector waartoe onderneming i behoort
*** significant op 1% niveau; ** significant op 5% niveau; * significant op 10% niveau

Verder bezitten de verlieslatende ondernemingen meer schulden en meer immateriële vaste activa. De hogere intrestkosten en de hogere afschrijvingskosten op de immateriële bezittingen zijn dan ook verklaringen voor de negatieve bedrijfsresultaten. Verlieslatende ondernemingen zijn voorts omgeven met meer onzekerheid daar de variabiliteit in de bedrijfsresultaten en de variabiliteit in de aandelenrendementen groter zijn. Ze behoren bovendien tot de groep van de hoogtechnologische ondernemingen.

Tabel 4.5 toont verder aan dat de schuldgraad positief is gerelateerd aan de liquiditeit van een onderneming en dat de laagtechnologische ondernemingen meer schulden hebben. Deze laatste correlatie kan erop wijzen dat financiële instellingen een hogere risicopremie vragen aan ondernemingen uit de hoogtechnologische sectoren, waardoor deze ondernemingen minder bankschulden aangaan en eerder beroep doen op de kapitaalmarkt als financieringsbron. Deze redenering biedt ook een verklaring voor de grotere spreiding in de aandeelhoudersstructuur van de hoogtechnologische ondernemingen. Deze laatste ondernemingen hebben verder meer immateriële bezittingen en een sterkere variabiliteit in de bedrijfsresultaten.

De multivariate regressieresultaten op basis van de rangorde regressiemethode zijn opgenomen in tabel 4.6. De correlaties tussen de verschillende onafhankelijke variabelen veroorzaken evenwel geen multicollineariteit wanneer de variabelen samen opgenomen worden in het multivariate model. De VIF-waarden die controleren voor deze assumptie vertonen kleinere waarden dan de maximumgrens van 10 (tabel 4.6).

Tabel 4.6: Multivariate regressieresultaten van de invloed van bedrijfsspecifieke kenmerken op de rapportering van niet-financiële informatie (N=120)

R_CAT_{ij}	Constante	GRO_{ij}	$VERLIES_{ij}$	$SCHULD_{ij}$	LIQ_{ij}	$IMAT_{ij}$	WBR_{ij}	VAR_AR_{ij}	ASP_{ij}	SEC_i	R^2 F-waarde
TOT_{ij}	20,204	0,172	-0,049	0,297	0,381	0,157	-0,035	-0,105	-0,084	-0,021	0,322
	(0,848)	(1,871)**	(-0,349)	(2,537)***	(3,147)***	(1,738)**	(-0,411)	(-1,105)	(-1,007)	(-0,178)	6,143***
ANA_{ij}	-0,324	0,292	0,258	0,105	0,177	0,145	0,065	0,074	0,080	-0,085	0,109
	(-0,012)	(2,812)***	(1,628)*	(0,797)	(1,293)	(1,425)*	(0,679)	(0,691)	(0,852)	(-0,637)	2,323**
$ANA.A_{ij}$	-2,374	0,252	0,067	0,078	0,102	0,182	0,135	0,212	0,105	-0,062	0,109
	(-0,089)	(2,450)***	(0,430)	(0,599)	(0,757)	(1,807)**	(1,435)*	(2,004)**	(1,129)	(-0,473)	2,322**
$ANA.B_{ij}$	49,212	0,192	0,377	0,044	0,151	0,018	-0,105	-0,210	-0,029	-0,073	0,092
	(1,942)**	(1,955)**	(2,526)**	(0,351)	(1,170)	(0,183)	(-1,164)	(-2,079)**	(-0,324)	(-0,585)	2,102**
TOE_{ij}	36,598	0,239	0,077	0,075	0,239	0,044	0,059	-0,159	0,048	-0,200	0,274
	(1,500)*	(2,531)***	(0,533)	(0,623)	(1,926)*	(0,481)	(0,681)	(-1,634)*	(0,558)	(-1,656)*	5,082***
MAN_{ij}	18,940	-0,036	-0,150	0,268	0,232	0,160	0,076	0,126	-0,098	0,052	0,043
	(0,707)	(-0,351)	(-0,953)	(2,036)**	(1,701)*	(1,573)*	(0,799)	(1,181)	(-1,047)	(0,390)	1,490
AGI_{ij}	28,611	0,085	-0,053	0,242	0,286	0,026	0,042	-0,156	-0,099	0,031	0,100
	(1,050)	(0,804)	(-0,328)	(1,802)**	(2,062)**	(0,253)	(0,436)	(-1,436)*	(-1,030)	(0,228)	2,203**
$AGI.A_{ij}$	56,532	-0,097	-0,001	-0,058	0,198	0,147	-0,091	-0,081	-0,086	-0,067	0,064
	(2,278)***	(-1,011)	(-0,006)	(-0,478)	(1,568)	(1,563)*	(-1,034)	(-0,821)	(-0,992)	(-0,547)	1,739*
$AGI.B_{ij}$	61,889	0,183	0,181	0,025	0,160	-0,105	-0,063	-0,208	-0,078	-0,051	0,121
	(2,335)**	(1,787)**	(1,158)	(0,189)	(1,185)	(-1,044)	(-0,672)	(-1,969)**	(-0,835)	(-0,390)	2,484***
$AGI.C_{ij}$	8,448	-0,007	-0,267	0,408	0,245	0,075	0,128	-0,006	-0,073	0,120	0,050
	(0,306)	(-0,067)	(-1,644)	(3,000)***	(1,743)*	(0,714)	(1,305)*	(-0,054)	(-0,756)	(0,876)	1,566
INK_{ij}	51,305	0,015	-0,145	0,314	0,384	0,244	-0,159	-0,086	-0,175	-0,037	0,335
	(2,185)**	(0,168)	(-1,049)	(2,721)***	(3,219)***	(2,740)***	(-1,911)**	(-0,920)	(-2,119)**	(-0,316)	6,462***
$INK.A_{ij}$	65,874	0,098	-0,379	0,182	0,289	0,123	-0,157	-0,045	-0,228	-0,145	0,209
	(2,616)***	(1,002)	(-2,552)**	(1,473)*	(2,260)**	(1,288)	(-1,760)**	(-0,451)	(-2,583)***	(-1,164)	3,858***
$INK.B_{ij}$	41,775	-0,056	0,151	0,194	0,302	0,143	-0,162	-0,096	-0,025	0,137	0,253
	(1,691)**	(-0,582)	(1,036)	(1,592)*	(2,405)**	(1,520)*	(-1,850)**	(-0,978)	(-0,287)	(1,120)	4,655***
$INK.C_{ij}$	59,216	-0,052	-0,154	0,267	0,235	0,379	-0,022	-0,177	-0,136	0,004	0,207
	(2,368)***	(-0,535)	(-1,043)	(2,168)**	(1,849)*	(3,998)***	(-0,250)	(-1,784)**	(-1,549)*	(0,030)	3,882***
VIF		*1,495*	*1,503*	*2,420*	*2,586*	*1,441*	*1,261*	*1,584*	*1,232*	*1,666*	

Tabel 4.6: Multivariate regressieresultaten van de invloed van bedrijfsspecifieke kenmerken op de rapportering van niet-financiële informatie (N=120) (vervolg)

Deze tabel bevat de multivariate regressieresultaten van het volgende model:

$R\_CAT_{ij} = \beta_0 + \beta_1 GRO_{ij} + \beta_2 VERLIES_{ij} + \beta_3 SCHULD_{ij} + \beta_4 LIQ_{ij} + \beta_5 IMAT_{ij} + \beta_6 WBR_{ij} + \beta_7 VAR\_AR_{ij} + \beta_8 ASP_{ij} + \beta_9 SEC_i + \beta_{10} JR01 + \beta_{11} JR05 + \varepsilon$ (de jaardummies worden niet vermeld)

waarbij R_CAT_{ij}: de rapportering van de niet-financiële informatiecategorie CAT door onderneming i in jaar j waarbij CAT = TOT: de geaggregeerde score van de mate van niet-financiële informatierapportering; ANA: analyse van bedrijfsinformatie door het management; ANA.A: redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in prestatiemaatstaven; ANA.B: trends die een effect hebben op de onderneming; TOE: toekomstgerichte informatie; MAN: informatie over het management en de aandeelhouders; AGI: achtergrondinformatie over de onderneming; AGI.A: doelstellingen en strategie; AGI.B: producten en diensten; AGI.C: commerciële belanghebbenden van de onderneming; INK: Informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming; INK.A: humaan kapitaal; INK.B: interne structuur; INK.C: externe structuur; GRO_{ij}: de grootte van onderneming i in jaar j, $VERLIES_{ij}$: het feit of onderneming i verlieslatend is in jaar j; $SCHULD_{ij}$: de schuldgraad van onderneming i in jaar j; LIQ_{ij}: de boekhoudkundige liquiditeit van onderneming i in jaar j; $IMAT_{ij}$: de immateriële bezittingen van onderneming i in jaar j; WBR_{ij}: de variabiliteit in de bedrijfsresultaten van onderneming i in jaar j; VAR_AR_{ij}: de variabiliteit in de aandelenrendementen van onderneming i in jaar j; ASP_{ij}: de aandeelhoudersstructuur van onderneming i in jaar j; SEC_i: de sector waartoe onderneming i behoort; JR01: jaar 2001; JR05: jaar 2005; ε: restterm

Deze tabel bevat de betacoëfficiënten met de t-waarden tussen haakjes; *** significant op 1% niveau; ** significant op 5% niveau; * significant op 10% niveau

Op basis van tabel 4.6 stellen we vast dat de grootte van de onderneming positief gerelateerd is aan de mate van de niet-financiële informatierapportering. Deze bevinding is analoog aan de meeste studies zoals vermeld in tabel 4.1. Wanneer specifiek de verschillende informatierubrieken bestudeerd worden, kan geconcludeerd worden dat de grotere ondernemingen meer gegevens melden over de informatiecategorieën ANA 'Analyse van bedrijfsinformatie door het management' en elk van haar subrubrieken, TOE 'Toekomstgerichte informatie' en AGI.B 'Producten en diensten'. Hieruit kan de conclusie getrokken worden dat de onderzoeksbevindingen een bevestiging zijn van de hypothese 4.1 met betrekking tot zowel de geaggregeerde informatierapportering als de informatierapportering van de hierboven vermelde informatiecategorieën. De hogere agencykosten en de lagere concurrentiële kosten blijken dus ook hier de oorzaak te zijn dat de Belgische ondernemingen meer niet-financiële informatie rapporteren. Toch biedt de grootte van een onderneming geen verklaring voor de variantie in de rapportering van alle informatiecategorieën. Voor een aantal informatierubrieken (bijvoorbeeld de rubriek INK 'Informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming') kan de hypothese 4.1 niet ondersteund worden.

Verlieslatende ondernemingen verstrekken in totaal niet meer of minder niet-financiële informatie dan winstgevende ondernemingen, maar met betrekking tot de verschillende informatierubrieken vinden we in tabel 4.6 tegengestelde resultaten. Enerzijds vermelden de verlieslatende ondernemingen meer gegevens over de trends die een effect hebben op de onderneming (rubriek ANA.B). De verlieslatende ondernemingen wenden deze informatie-items (bijvoorbeeld over de macro-economische trends) aan als verklaring voor de negatieve bedrijfsresultaten. Dit resultaat kan beschouwd worden als een vorm van impression management waarbij ondernemingen slecht nieuws compenseren door vrijwillig meer informatie te verschaffen (Leventis en Weetman, 2004). De hypothese 4.2 wordt enkel bevestigd voor deze informatiecategorie.

Anderzijds verstrekken de winstgevende ondernemingen meer gegevens over het humaan kapitaal (INK.A). Een mogelijke verklaring hiervoor kan gevonden

worden in de politieke kostentheorie. Door meer gegevens te verspreiden over bijvoorbeeld de investeringen in opleiding of over de werknemerstevredenheid trachten winstgevende ondernemingen de druk van de vakbonden om betere arbeidsvoorwaarden te verkrijgen, te verminderen. De rapportering van de overige informatiecategorieën worden niet beïnvloed door de winstgevendheid van ondernemingen. In sectie 4.1 hebben we overigens geconcludeerd dat diverse studies in de literatuur een insignificante invloed van de prestaties van een onderneming op de verstrekking van vrijwillige informatie vinden.

De schuldgraad is positief verbonden met de totale hoeveelheid aan niet-financiële informatie die gerapporteerd wordt. Deze bevinding wijst erop dat de agencykosten ertoe leiden dat ondernemingen met een hogere schuldgraad meer gegevens van niet-financiële aard verschaffen. In het bijzonder wordt een positief verband vastgesteld met de informatiecategorieën MAN 'Informatie over het management en de aandeelhouders', AGI 'Achtergrondinformatie over de onderneming' en INK 'Intellectueel kapitaal van de onderneming'. De ondernemingen met een hogere schuldgraad vermelden verder meer gegevens van elke subrubriek van de categorie INK en van de subrubriek AGI.C 'Commerciële belanghebbenden van de onderneming'. Deze onderzoeksresultaten bevestigen de hypothese 4.3. Een positief verband wordt ook vastgesteld in de studies van Camfferman en Cooke (2002) en Ferguson et al. (2002).

Tabel 4.6 toont verder aan dat de meer liquide ondernemingen meer niet-financiële informatie rapporteren. Omwille van de signaleringstheorie verstrekken deze ondernemingen meer niet-financiële informatie zodat ze hun goede financiële positie kenbaar kunnen maken. De meer liquide ondernemingen verschaffen meer informatie over de trends die een effect hebben op de onderneming (AGI.B), meer toekomstgerichte informatie (TOE), meer informatie over het management en de aandeelhouders (MAN), meer informatie over de commerciële belanghebbenden van de onderneming (AGI.C) en meer informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming (INK). Bij deze laatste rubriek verschaffen de meer liquide ondernemingen meer gegevens voor elke subrubriek. Deze bevinding is analoog aan de onderzoeksresultaten van

Camfferman en Cooke (2002). De bovenstaande onderzoeksresultaten bieden geen ondersteuning voor de hypothese 4.4.

Ondernemingen die verhoudingsgewijs meer immateriële vaste activa bezitten, rapporteren eveneens een grotere hoeveelheid aan niet-financiële informatie in hun jaarverslagen. Zij verschaffen vooral meer informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming (INK) - en meer specifiek over de subrubrieken INK.B 'Interne structuur' en INK.C 'Externe structuur - omdat deze informatie sterk gerelateerd is aan de wijze waarop dergelijke ondernemingen aandeelhouderswaarde creëren. Verder rapporteren ondernemingen met verhoudingsgewijs meer immateriële vaste activa meer gegevens van de rubriek ANA.A 'Redenen die het management aanhaalt voor wijzigingen in de prestatiemaatstaven'. Deze bevinding wordt verklaard doordat de financiële cijfers van ondernemingen met verhoudingsgewijs meer immateriële activa omgeven zijn met meer onzekerheid. Hierdoor hebben investeerders meer nood aan informatie van de rubriek ANA.A om de financiële informatie te interpreteren. Voorts is er een licht significant verband waar te nemen met de rapportering van de informatie-items van de rubriek MAN 'Informatie over het management en de aandeelhouders' en AGI.A 'Doelstelling en strategie'. De onderzoeksresultaten komen overeen met de gestelde verwachtingen waardoor de hypothese 4.5 ondersteund kan worden voor de vermelde informatierubrieken. Voor de overige informatiecategorieën worden geen significante relaties waargenomen en wordt de hypothese 4.5 niet bevestigd. Deze insignificante resultaten zijn consistent met de onderzoeken van Makhija en Patton (2004) en Patton en Zelenka (1997).

In tegenstelling tot de verwachtingen blijkt de mate van onzekerheid, gemeten aan de hand van de variabiliteit in de bedrijfsresultaten en de variabiliteit in de aandelenrendementen, geen invloed van betekenis te hebben op de totale hoeveelheid aan niet-financiële informatie die gerapporteerd wordt door ondernemingen. Er blijkt enkel voor de subrubriek ANA.A 'Redenen aangehaald voor wijzigingen in prestatiemaatstaven' een positief verband te bestaan met beide maatstaven (tabel 4.6). Dit onderzoeksresultaat is logisch omdat de belanghebbenden van een onderneming vragende partij zijn dat ondernemingen

meer inspanningen doen om verklaringen te bieden voor gewijzigde prestaties naarmate deze prestaties sterker fluctueren. De onderzoeksresultaten geven enkel ondersteuning voor de hypothesen 4.6 en 4.7 met betrekking tot de rubriek ANA.A. De bevindingen in tabel 4.6 tonen verder aan dat het eerder de ondernemingen zijn met stabiele bedrijfsresultaten of stabiele aandelenrendementen die meer niet-financiële informatie verstrekken. Zo wordt een negatief verband vastgesteld tussen de rapportering van informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming en de variabiliteit in de bedrijfsresultaten. Een verklaring hiervoor kan gevonden worden in de signaleringstheorie die stelt dat ondernemingen met stabielere resultaten meer vrijwillige informatie kenbaar maken.

Verder verstrekken de ondernemingen met een minder geconcentreerde aandeelhoudersstructuur meer informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming (INK) en meer bepaald over de subcategorieën INK.A 'Humaan kapitaal' en INK.C 'Externe structuur'. Hierdoor kunnen we de hypothese 4.8 bevestigen met betrekking tot bovenstaande informatierubrieken. Deze onderzoeksresultaten zijn consistent met de bevindingen van Marston en Polei (2004), Aitken et al. (1997), McKinnon en Dalimunthe (1993) en Lang en Lundholm (1993). Voor de totale informatierapportering en voor de rapportering van de overige informatierubrieken wordt de hypothese 4.8 niet ondersteund.

De ondernemingen uit de hoogtechnologische sectoren verstrekken niet significant meer niet-financiële informatie dan de ondernemingen uit de laagtechnologische sectoren. Hierdoor kan de hypothese 4.9 niet aanvaard worden. Een verklaring voor dit resultaat kan liggen in het feit dat de steekproef van laagtechnologische ondernemingen onder meer ondernemingen uit de sectoren nutsvoorzieningen en chemie bevatten die een lange traditie hebben om informatie te rapporteren. Een dergelijke relatie stellen we ook in hoofdstuk 2 vast bij de rapportering van niet-financiële informatie op websites van ondernemingen.

De multivariate analyseresultaten bevestigen eveneens de stijgende trend in de rapportering van niet-financiële informatie in de jaarverslagen over de

bestudeerde analyseperiode 2001-2005[6]. In de analyseperiode 2001, respectievelijk 2005 wordt er minder, respectievelijk meer niet-financiële informatie gerapporteerd in de jaarverslagen in vergelijking met andere analyseperioden. Deze variabelen vertonen niet voor elke informatiecategorie een betekenisvol verband zoals voor de subrubriek INK.A 'Humaan kapitaal'.

Additionele analyses[7]

We trachten de validiteit van de onderzoeksresultaten te onderzoeken middels de integratie van een aantal andere variabelen in het basismodel zoals opgenomen in tabel 4.6. Als een eerste additionele analyse vervangen we de dummy variabele die controleert voor de gerealiseerde prestaties van ondernemingen door een continue variabele. Deze variabele, gemeten als het rendement over de totale activa, vertoont evenzeer weinig significante resultaten. Er is enkel een negatief significant verband met de rapportering van de categorie ANA.B 'Trends die een effect hebben op de onderneming'. Deze resultaten zijn een bevestiging van de resultaten in tabel 4.6. De vele insignificante resultaten bij zowel de opname van een dummy variabele als bij de opname van een continue variabele zijn een indicatie dat de prestaties van Belgische beursgenoteerde ondernemingen weinig invloed hebben op de beslissingen die zij nemen om een bepaalde hoeveelheid aan niet-financiële informatie te rapporteren.

De resultaten in tabel 4.6 tonen aan dat de ondernemingen in de hoogtechnologische sectoren evenveel niet-financiële informatie rapporteren dan de ondernemingen uit de laagtechnologische sectoren. Een mogelijke verklaring voor deze insignificante resultaten is de beperkte indeling in hoog- en laagtechnologische ondernemingen. Indien de ondernemingen in de analyse toegewezen worden aan hetzij de industriële sector, de IT-sector of de sector

[6] Om ruimte te besparen, worden de jaardummies niet opgenomen in tabel 4.6.
[7] De resultaten van de additionele analyses zijn niet in een tabel opgenomen. De bijkomende analyses betreffen telkens aanpassingen van het basismodel dat in tabel 4.6 is toegelicht. De besproken resultaten van de additionele analyses zijn telkens de bevindingen op basis van een multivariate rangorde regressieanalyse.

van de consumptiegoederen vinden we wel een aantal significante resultaten. De toewijzing van elke onderneming aan één van deze drie sectoren is gebaseerd op een indeling die de beursmarkt Euronext toepast. We stellen in de multivariate analyse vast dat de ondernemingen in de industriële sector in totaal meer niet-financiële informatie verstrekken dan de ondernemingen uit de andere sectoren. Deze bevinding is te verklaren doordat de chemische nijverheid vertegenwoordigd is in deze sector. Deze ondernemingen verstrekken omwille van de legitimeringstheorie vrijwillig meer niet-financiële informatie. De multivariate onderzoeksresultaten tonen verder aan dat de ondernemingen uit de industriële sector meer toekomstgerichte informatie en achtergrondinformatie rapporteren zoals informatie over de strategie, de doelstellingen en over de producten en de diensten. De ondernemingen uit de IT-sector verstrekken meer gegevens van de subrubrieken AGI.C 'Commerciële belanghebbenden van de onderneming' en INK.B 'Interne structuur'.

In het basismodel wordt de variabiliteit in de bedrijfsresultaten gemeten als de wijziging in de bedrijfsresultaten over een periode van één jaar. Een andere benadering voor de variabiliteit van de bedrijfsresultaten is de standaardafwijking van de prestaties van de onderneming over een periode van vijf jaren waarbij de bedrijfsresultaten gemeten worden als het rendement op de totale activa. Indien we deze variabele opnemen in het model in plaats van de wijziging van de bedrijfsresultaten over één jaar, vinden we geen betekenisvolle resultaten.

Naast de integratie van bijkomende variabelen, verhogen we de validiteit van de onderzoeksresultaten door rekening te houden met het historisch rapporteringsgedrag van ondernemingen. Door het feit dat we data gebruiken van ondernemingen uit drie verschillende jaren, hebben te maken met panel data. We houden hiermee rekening door de integratie van een 'lag' variabele. We integreren in het model een variabele die voor elke onderneming de rangorde opneemt van de score op de mate van informatieverstrekking in 2001. Hiermee controleert een individueel ondernemingseffect voor het historisch gedrag van een onderneming. Door deze aanpassing wordt de steekproefgrootte gereduceerd tot 80 observaties. De onderzoeksresultaten voor de totale niet-

financiële informatierapportering tonen aan dat, analoog aan de resultaten in tabel 4.6, de grotere ondernemingen, de ondernemingen met meer schulden en de meer liquide ondernemingen, meer niet-financiële informatie vrijgeven. Bovendien rapporteren de ondernemingen met een meer verspreide aandeelhoudersstructuur meer niet-financiële informatie. De verlieslatende ondernemingen verstrekken eveneens meer niet-financiële gegevens. Het aandeel van de immateriële activa over de totale activa is niet meer significant gerelateerd aan de mate van informatierapportering. Toch duiden deze laatste gegevens aan dat de ondernemingen die met meer risico's geconfronteerd worden eerder geneigd zijn om niet-financiële informatie kenbaar te maken.

4.4 Conclusie

In dit hoofdstuk onderzoeken we mogelijke verklaringen voor de variantie in de rapportering van niet-financiële informatie door de Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Onze onderzoeksresultaten tonen in het algemeen aan dat er meer niet-financiële informatie gerapporteerd door de grotere ondernemingen, de ondernemingen met een grotere schuldgraad, de ondernemingen met een grotere liquiditeit en de ondernemingen met verhoudingsgewijs meer immateriële activa. Deze variabelen vertonen evenwel niet voor alle niet-financiële informatiecategorieën significante resultaten zoals samengevat is in tabel 4.7.

In tabel 4.7 stellen we bijvoorbeeld vast dat de mate van toekomstgerichte informatie enkel bepaald wordt door de grootte van een onderneming. De mate van onzekerheid in een onderneming bepaalt dan weer de hoeveelheid aan informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming die verstrekt wordt. Concreet verspreiden ondernemingen met een hogere schuldgraad, met een hogere variabiliteit in de bedrijfsresultaten of met meer immateriële activa meer van deze informatie. Ondernemingen die een meer gespreide aandeelhoudersstructuur hebben, verschaffen eveneens meer informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming.

Tabel 4.7: Samenvattend overzicht van de invloeden op de mate van niet-financiële informatierapportering

R_CAT_{ij}	GRO_{ij}	$VERLIES_{ij}$	$SCHULD_{ij}$	LIQ_{ij}	$IMAT_{ij}$	WBR_{ij}	VAR_AR_{ij}	ASP_{ij}	SEC_{ij}
HYPO-THESE	**+**	**+**	**+**	**-**	**+**	**+**	**+**	**+**	**+**
TOT_{ij}	+		+	+	+				
ANA_{ij}	+								
$ANA.A_{ij}$	+				+		+		
$ANA.B_{ij}$	+	+					-		
TOE_{ij}	+								
MAN_{ij}			+						
AGI_{ij}			+	+			-		
$AGI.A_{ij}$									
$AGI.B_{ij}$	+						-		
$AGI.C_{ij}$			+						
INK_{ij}			+	+	+	-		-	
$INK.A_{ij}$		-		+		-		-	
$INK.B_{ij}$				+		-			
$INK.C_{ij}$			+		+		-		

Deze tabel bevat de invloeden van de bedrijfsspecifieke kenmerken GRO_{ij}: de grootte van onderneming i in jaar j, $VERLIES_{ij}$: het feit of onderneming i verlieslatend is in jaar j; $SCHULD_{ij}$: de schuldgraad van onderneming i in jaar j; LIQ_{ij}: de boekhoudkundige liquiditeit van onderneming i in jaar j; $IMAT_{ij}$: de immateriële bezittingen van onderneming i in jaar j; WBR_{ij}: de variabiliteit in de bedrijfsresultaten van onderneming i in jaar j; VAR_AR_{ij}: de variabiliteit in de aandelenrendementen van onderneming i in jaar j; ASP_{ij}: de aandeelhoudersstructuur van onderneming i in jaar j; SEC_i: de sector waartoe onderneming i behoort op de mate van rapportering van niet-financiële informatie van de categorieën R_CAT waarbij CAT = TOT: de geaggregeerde score van de mate van niet-financiële informatierapportering; ANA: analyse van bedrijfsinformatie door het management; ANA.A: redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in prestatiemaatstaven; ANA.B: trends die een effect hebben op de onderneming; TOE: toekomstgerichte informatie; MAN: informatie over het management en de aandeelhouders; AGI: achtergrondinformatie over de onderneming; AGI.A: doelstellingen en strategie; AGI.B: producten en diensten; AGI.C: commerciële belanghebbenden van de onderneming; INK: Informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming; INK.A: humaan kapitaal; INK.B: interne structuur; INK.C: externe structuur;
+: positieve invloed op een significantieniveau van kleiner dan 5%; -: negatieve invloed op een significantieniveau van kleiner dan 5%;

Onze resultaten suggereren dat de vier theorieën die toegelicht werden in hoofdstuk 1 (namelijk de signaleringstheorie, de agencytheorie, de politieke kostentheorie en de legitimeringstheorie) een invloed kunnen hebben op de hoeveelheid aan niet-financiële informatie die gerapporteerd wordt door de Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Er is echter additioneel onderzoek vereist om de werkelijke impact van elk van deze vier raamwerken op de beslissing van het management van ondernemingen om bepaalde informatie vrijwillig weer te geven in kaart te brengen.

Diverse beperkingen kunnen bij deze studie aangehaald worden. Zo wordt het empirisch onderzoek in dit hoofdstuk enkel uitgevoerd voor Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Hierdoor is de steekproefgrootte beperkt en is het moeilijk om de onderzoeksresultaten te veralgemenen naar andere landen of institutionele omgevingen.

Een andere beperking van ons onderzoek is dat we enkel de hoeveelheid of de kwantiteit aan niet-financiële informatie die gerapporteerd wordt door ondernemingen trachten te verklaren door bedrijfsspecifieke kenmerken. In toekomstig onderzoek kan ook onderzocht worden op de kwaliteit van de niet-financiële informatierapportering beïnvloed wordt door bepaalde bedrijfsspecifieke kenmerken. Hierbij zou onder meer gebruik gemaakt kunnen worden van de scores die Belgische financiële analisten toekennen aan de kwaliteit van de informatierapportering van Belgische ondernemingen. Het nadeel van deze scores is wel dat het aandeel van de niet-financiële informatie in deze scores beperkt is. Het is tevens interessant om de mate van niet-financiële informatierapportering in andere informatiebronnen te relateren aan verschillende ondernemingskenmerken. We zouden bijvoorbeeld persberichten kunnen analyseren om na te gaan of bepaalde typen van ondernemingen meer of minder niet-financiële informatie in dergelijke informatiebronnen verschaffen.

In een verder onderzoek kunnen ook andere ondernemingsspecifieke variabelen geïntegreerd worden in het onderzoek omdat de verklaringskracht van de opgenomen variabelen geen volledig beeld geven van de variantie in de informatierapportering. Factoren die een mogelijke invloed zouden kunnen hebben, kunnen gerelateerd zijn aan de corporate governance van een onderneming. Het is tenslotte interessant om te onderzoeken of bepaalde typen van ondernemingen eerder hetzij positieve hetzij negatieve informatie verschaffen aan hun belanghebbenden.

Hoofdstuk 5: De rapportering van niet-financiële informatie, de voorspellingsnauwkeurigheid en de voorspellingsvariantie

In hoofdstuk 1 stelden we vast dat financiële analisten een invloed uitoefenen op investeerders. Financiële analisten vervullen een intermediatiefunctie tussen de onderneming en de investeerder waarbij ze informatie over de onderneming ter beschikking stellen aan investeerders. Deze informatie bevat niet alleen de informatie die financiële analisten zelf van de onderneming krijgen, maar bevat ook een fundamentele analyse van de onderneming. Hierbij maken de financiële analisten onder meer een schatting van de toekomstige prestaties van een onderneming. Eerder onderzoek heeft reeds aangetoond dat investeerders rekening houden met de winstvoorspellingen die financiële analisten maken. Ook uit onze empirische studie in hoofdstuk 2 komt het belang van financiële analisten op de kapitaalmarkt tot uiting. Ondernemingen kunnen immers genieten van een lagere kost van het eigen vermogen naarmate de voorspellingen van de financiële analisten met elkaar in overeenstemming zijn. Het is dan ook interessant om de bedrijfsspecifieke factoren te onderzoeken die een invloed hebben op de voorspellingsvariantie (*forecast dispersion)* van financiële analisten. Bij deze analyse hebben we vooral oog voor de invloed van de rapportering van niet-financiële informatie op de mate waarin de voorspellingen van financiële analisten in overeenstemming zijn met elkaar.

In dit hoofdstuk bestuderen we eveneens welke bedrijfsspecifieke kenmerken een invloed hebben op de nauwkeurigheid (*forecast accuracy)* van de individuele voorspellingen van financiële analisten. Net zoals bij de voorspellingsvariantie hebben we vooral oog voor de mate waarin de kwantiteit van de gerapporteerde niet-financiële informatie een invloed heeft op deze nauwkeurigheid. We dienen er wel rekening mee te houden dat de kwaliteit van de voorspellingen niet enkel bepaald wordt door de kenmerken van de onderneming die een financiële analist volgt, maar evenzeer door analistspecifieke kenmerken zoals de ervaring of het aantal ondernemingen dat een financiële analist volgt (o.m. Brown, 2001b; Clement, 1999; Jacob et al., 1999). De invloed van de analistspecifieke

kenmerken op de kwaliteit van de analistenvoorspellingen wordt besproken in hoofdstuk 9.

Niet alleen ondernemingen vertonen interesse voor de kenmerken die een invloed hebben de voorspellingsvariantie of de voorspellingsnauwkeurigheid. Daarnaast is het voor investeerders ook van belang om te weten in welke mate de voorspellingen van financiële analisten nauwkeurig zijn omdat zij beleggingsbeslissingen nemen op basis van de voorspellingen en de aanbevelingen van de financiële analisten. Bovendien zijn financiële analisten zelf geïnteresseerd in de determinanten die een invloed uitoefenen op de nauwkeurigheid van hun voorspellingen. Hope et al. (2006) stellen dat financiële analisten bekommerd zijn om hun reputatie wanneer zij voorspellingen kenbaar maken. Indien zij minder nauwkeurige voorspellingen maken, beschadigen zij het vertrouwen dat investeerders in hen stellen. Bovendien zouden deze investeerders wegens een gebrek aan vertrouwen een andere beursvennootschap kunnen verkiezen voor het plaatsen van een beleggingsorder.

Bovenstaande redenen motiveren een onderzoek naar de mate waarin de voorspellingsnauwkeurigheid en de voorspellingsvariantie van de Belgische sell-side financiële analisten beïnvloed worden door bedrijfsspecifieke kenmerken. Hierbij wordt in het bijzonder aandacht geschonken aan de invloed van de hoeveelheid aan niet-financiële informatie die ondernemingen rapporteren. Een dergelijk onderzoek is nuttig om de informatieverstrekking van ondernemingen in overeenstemming te brengen met de informatiebehoeften van financiële analisten. We stellen dan ook de volgende centrale onderzoeksvraag:

> *Is de rapportering van niet-financiële informatie gerelateerd aan de voorspellingsnauwkeurigheid en de voorspellingsvariantie van de Belgische sell-side financiële analisten?*

In de literatuur zijn er weinig studies die de relatie gelegd hebben tussen de rapportering van niet-financiële informatie en de kwaliteit van de voorspellingen van financiële analisten. Onze studie is vooral gerelateerd aan de onderzoeken

van Hope (2003b), Vanstraelen et al. (2003) en Barron et al. (1999). Deze studies vinden meestal dat een toename in de rapportering van niet-financiële informatie resulteert in een stijging van de voorspellingsnauwkeurigheid en een daling van de voorspellingsvariantie. De informatie-index die zij toepassen, zijn enigszins verschillend. In onze studie is de informatie-index gebaseerd op de FASB (2001) paper en de AICPA (1994) paper. De index van Vanstraelen et al. (2003) is enkel gebaseerd op de index die de AICPA (1994) voorstelt. Deze index bevat dus geen informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming. Bovendien is de analyse uitgevoerd in 1999; een periode waarbij het belang van niet-financiële informatie minder groot is dan de geselecteerde periode in ons onderzoek. De informatie-indices toegepast door Hope (2003b) en Barron et al. (1999) zijn sterk verschillend ten opzichte van onze index. Barron et al. (1999) bekijken enkel de kwaliteit van de informatie opgenomen in het bestuursverslag, terwijl Hope (2003b) de informatieverstrekking in verband met de waarderingsmethoden bestudeert.

Het hoofdstuk is opgebouwd als volgt. In een eerste sectie worden enkele bevindingen uit de literatuur besproken waarbij tevens de hypothesen geformuleerd worden. De tweede sectie bespreekt de onderzoeksopzet, terwijl de derde sectie een bespreking geeft van de empirische bevindingen. Het hoofdstuk wordt afgesloten met een conclusie van de bevindingen.

5.1 Bevindingen uit de literatuur en hypothese-opbouw

In de internationale literatuur stellen we vast dat de voorspellingen van de financiële analisten afwijken van de werkelijke resultaten en dat deze voorspellingen onderling verschillend zijn (Sinha et al., 1997; Stickel, 1992). We merken ook op dat de gemiddelde voorspellingsfout van een financiële analist positief is, hetgeen betekent dat analisten de toekomstige resultaten optimistischer inschatten dan in werkelijkheid (Lys en Soo, 1995; Stickel, 1992). Deze bevinding mag geen verwondering heten, daar de financiële analisten op een goed blaadje willen staan bij het management van de ondernemingen voor het verkrijgen van informatie (Ke en Yu, 2006).

Diverse studies vinden een positieve correlatie tussen de mate waarin analisten nauwkeurige voorspellingen maken en de mate waarin de voorspellingen van de analisten in overeenstemming zijn met elkaar (Ackert en Athanassakos, 2003; Duru en Reeb, 2002; Kwon, 2002; Barron et al., 1999). Dit resultaat wordt verklaard doordat beide maatstaven gerelateerd zijn aan de onzekerheid van een onderneming. Wanneer er minder onzekerheid is, kunnen de toekomstige bedrijfsresultaten nauwkeuriger voorspeld en kunnen de verschillen tussen de winstvoorspellingen van de analisten die een onderneming volgen, kleiner worden (Lys en Soo, 1995).

De belangrijkste determinant die in onze studie gerelateerd wordt aan de voorspellingsnauwkeurigheid en de voorspellingsvariantie van de toekomstige bedrijfsresultaten, is de hoeveelheid aan niet-financiële informatie die beursgenoteerde ondernemingen verschaffen. We verwachten hierbij dat de onzekerheid die financiële analisten hebben bij het schatten van de toekomstige bedrijfsresultaten vermindert naarmate ondernemingen meer niet-financiële informatie verschaffen. Hierdoor zouden de voorspelde bedrijfsresultaten nauwkeuriger zijn en meer met elkaar in overeenstemming zijn (Lys en Soo, 1995). Bovendien zal een onderneming die meer informatie rapporteert, meer financiële analisten aantrekken die de onderneming wensen te analyseren. Financiële analisten maken immers een kosten/baten analyse vooraleer ze de beslissing nemen om een bepaalde onderneming te volgen. Als de kosten voor het verzamelen van informatie verminderen, kunnen meer analisten de onderneming volgen. Het gevolg hiervan is dat de onderlinge concurrentie tussen de financiële analisten toeneemt, waardoor de analisten inspanningen leveren om additionele private informatie te bekomen van de onderneming (Barron et al., 1998). Zowel de toename in de publieke als de private informatiestroom zorgt ervoor dat de onzekerheid vermindert, waardoor de voorspellingsnauwkeurigheid verhoogt en de voorspellingsvariantie vermindert.

De invloed van de rapportering van niet-financiële informatie op de voorspellingsnauwkeurigheid en de voorspellingsvariantie is in slechts een beperkt aantal studies empirisch onderzocht. Zo stellen Vanstraelen et al. (2003) voor een steekproef van Belgische, Duitse en Nederlandse

ondernemingen vast dat de financiële analisten nauwkeurigere resultaten voorspellen indien de ondernemingen meer toekomstgerichte niet-financiële informatie verstrekken. Ook de voorspellingsvariantie is kleiner indien de ondernemingen meer toekomstgerichte niet-financiële informatie verstrekken. Deze auteurs vinden geen betekenisvol verband voor de rapportering van historische niet-financiële informatie. Barron et al. (1999) concluderen dat de kwaliteit van het bestuursverslag resulteert in nauwkeurigere voorspellingen en een kleinere spreiding in de analistenvoorspellingen. Deze auteurs vinden zoals Vanstraelen et al. (2003) dat het rapporteren van toekomstgerichte informatie een positieve invloed heeft op de kwaliteit van de voorspellingen.

Een aantal studies bestuderen de invloed van de mate van de financiële informatieverschaffing op de kwaliteit van de analistenvoorspellingen. Meer specifiek stellen Bhat et al. (2006), Hope (2003b), Ashbaugh en Pincus (2001), Capstaff et al. (2001), Basu et al. (1998), Lang en Lundholm (1996) en Lys en Soo (1995) vast dat financiële analisten nauwkeurigere voorspellingen maken naarmate ondernemingen meer informatie rapporteren. Verder concluderen de studies van Hope (2003b), Mensah et al. (2003), Barron et al. (1999) en Cho and Harter (1995) dat de voorspellingen van financiële analisten beter op elkaar afgestemd zijn indien ondernemingen meer financiële informatie rapporteren. Anderzijds vinden Hope et al. (2006) dat het rapporteren van meer geografisch gesegmenteerde informatie geen invloed heeft op de voorspellingsnauwkeurigheid van de financiële analisten.

Clarkson et al. (1999) en Lang en Lundholm (1996) benadrukken eveneens dat niet alleen de kwantiteit aan verstrekte informatie een voorname determinant is, maar evenzeer de kwaliteit van de verstrekte informatie. De kwaliteit van de verstrekte informatie is afhankelijk van de gedetailleerdheid van de informatie, de bruikbaarheid van de informatie in de waardering van een onderneming, het tijdstip waarop de informatie bekend wordt gemaakt en de frequentie waarmee de informatie verstrekt wordt zoals bijvoorbeeld tussentijdse financiële staten die op kwartaalbasis of op halfjaarlijkse basis kunnen worden verstrekt. Zo vinden Lang en Lundholm (1996) dat de voorspellingsnauwkeurigheid positief gerelateerd is aan de kwaliteit van de beleggersinformatie (*investor relations*

informatie) en aan de kwaliteit van de tussentijdse informatie opgenomen in persberichten, periodieke verslagen of analistenpresentaties. De kwaliteit van de informatie gerapporteerd in jaarverslagen heeft geen invloed op de voorspellingsnauwkeurigheid omwille van het historisch karakter van deze informatie. Dit onderzoeksresultaat is analoog aan de bevinding van Vanstraelen et al. (2002). Lang en Lundholm (1996) besluiten dat de kwaliteit van de informatie opgenomen in de jaarverslagen en de kwaliteit van de beleggersinformatie een negatieve impact hebben op de voorspellingsvariantie. De kwaliteit van de tussentijdse informatie heeft geen significante invloed op de voorspellingsvariantie. Bowen et al. (2002) vinden weer dat het organiseren van analistenpresentaties een positieve invloed heeft op de voorspellingsnauwkeurigheid. Het management is dan in de mogelijkheid om de gerapporteerde financiële staten te verduidelijken met additionele informatie, waardoor de kwaliteit van de gerapporteerde informatie verhoogt.

Een aantal studies onderzoeken de invloed van de informatie die privaat aan een bepaalde financiële analist ter beschikking gesteld wordt. Ho et al. (1995) en Barry en Jennings (1992) stellen dat een toename in de selectieve informatieverstrekking resulteert in een stijging van de informatieasymmetrie tussen de geïnformeerden en de niet-geïnformeerden, waardoor de voorspellingsvariantie toeneemt. Deze redenering wordt echter tegengesproken door Irani en Karamanou (2003) en Bailey et al. (2003). Zij vinden dat een wettelijk verbod op het verspreiden van selectieve informatie resulteert in een toename van de voorspellingsvariantie.

Op basis van de bovenstaande theoretische argumenteringen en de empirische bevindingen verwachten we dat de voorspellingen van de financiële analisten die Belgische ondernemingen volgen ook nauwkeuriger zullen zijn en meer met elkaar in overeenstemming zullen zijn naarmate de ondernemingen meer gegevens van niet-financiële aard rapporteren. Financiële analisten kunnen in hun beoordelingsproces rekening houden met meerdere feiten waardoor de onzekerheid over de toekomstige activiteiten en over de toekomstige winstgevendheid van de onderneming verminderen (Hope et al., 2006). Hoewel onder meer Barron et al. (1999) en Lang en Lundholm (1996) suggereren dat de

kwantiteit aan gerapporteerde informatie onvoldoende is, verwachten we toch een betekenisvol verband waar te nemen omdat de Belgische financiële analisten zelf aangeven dat ze tevreden zijn over zowel de kwaliteit als de kwantiteit van de gerapporteerde informatie van de Belgische ondernemingen (cfr. hoofdstuk 6). We formuleren de volgende hypothesen:

Hypothese 5.1a: De voorspellingsnauwkeurigheid van financiële analisten voor een Belgische onderneming is positief gerelateerd aan de mate van de niet-financiële informatierapportering van deze onderneming.

Hypothese 5.1b: De voorspellingsvariantie van financiële analisten voor een Belgische onderneming is negatief gerelateerd aan de mate van de niet-financiële informatierapportering van deze onderneming.

We relateren ook een aantal bijkomende variabelen aan de voorspellingsnauwkeurigheid en de voorspellingsvariantie van de financiële analisten die een bepaalde onderneming volgen. Een eerste variabele is de grootte van de onderneming. In theorie maken financiële analisten nauwkeurigere voorspellingen voor grotere ondernemingen. Bovendien zullen de voorspelde bedrijfsresultaten van de financiële analisten meer met elkaar in overeenstemming zijn. Hiervoor kunnen de volgende redenen aangehaald worden.

Ten eerste rapporteren grotere ondernemingen meer informatie dan kleinere ondernemingen (Vanstraelen et al., 2003; Watson et al., 2002; Lang en Lundholm, 1996). Hierdoor is er minder onzekerheid bij de financiële analisten waardoor de voorspellingsnauwkeurigheid toeneemt (Hope et al. 2006; Lys en Soo, 1995). Jaggi en Jain (1998) suggereren bovendien dat grotere ondernemingen eerder geneigd zijn tot het verschaffen van private informatie om zo de goede relaties met de financiële analist verder uit te bouwen. Analisten verkiezen trouwens om eerder privaat informatie van grote dan van kleine ondernemingen te ontvangen omdat er meer (verhandelings)opbrengsten

gegenereerd kunnen worden bij grotere ondernemingen. Ten tweede worden grotere ondernemingen gevolgd door een groter aantal financiële analisten. Hierdoor stijgt de concurrentie tussen de financiële analisten om het toekomstige bedrijfsresultaat nauwkeuriger te voorspellen (Lys en Soo, 1995). Ten derde worden kleine ondernemingen als onstabiel ervaren en zijn zij actief in eerder hoogtechnologische sectoren, waardoor financiële analisten meer onzekerheid ervaren over de winstgevendheid van deze ondernemingen (Anthony en Ramesh, 1992). Ten vierde kennen de bedrijfsresultaten van grotere ondernemingen een stabieler verloop, waardoor de onzekerheid vermindert en de voorspellingsnauwkeurigheid verbetert (Hope et al., 2006; Hodgkinson, 2001). De winstmanipulatie is bovendien groter bij kleinere ondernemingen, waardoor het voor analisten moeilijker is om de toekomstige bedrijfsresultaten nauwkeuriger in te schatten (Brown, 1997).

De meeste empirische studies vinden dat de grootte van een onderneming een positieve invloed heeft op de voorspellingsnauwkeurigheid (onder meer Bhat et al., 2006; Lang et al., 2003; Higgins, 2002; Ashbaugh en Pincus, 2001; Hodgekinson, 2001; Jaggi en Jain, 1998; Brown, 1997; Lang en Lundholm, 1996). Lang en Lundholm (1996) en Cho en Harter (1995) vinden tevens een negatieve relatie tussen de grootte van een onderneming en de voorspellingsvariantie.

Andere studies vinden dan weer geen significant verband. Zo concluderen Vanstraelen et al. (2003), Duru en Reeb (2002) en Kross et al. (1990) dat de grootte van de onderneming geen invloed heeft op de voorspellingsnauwkeurigheid. Irani en Karamanou (2003), Leuz (2003b), Vanstraelen et al. (2003) en Barron et al. (1999) vinden in hun studies dat ook de voorspellingsvariantie niet verklaard kan worden door de grootte van de ondernemingen. Deze bevindingen worden als volgt verantwoord. Grotere ondernemingen verschaffen wel meer informatie, maar de kwaliteit van de verstrekte informatie kan evenwel beperkt zijn, waardoor het voor financiële analisten moeilijk is om accurate bedrijfsresultaten te voorspellen. Ten tweede zijn grote ondernemingen complexer om te analyseren daar zij, in vergelijking met kleinere ondernemingen, actief zijn in meerdere sectoren en meerdere

afzetgebieden. Hierdoor dienen financiële analisten met meerdere aspecten rekening te houden, waardoor de voorspellingsnauwkeurigheid kleiner en de voorspellingsvariantie groter wordt.

In onze studie verwachten we dat de Belgische financiële analisten nauwkeurigere voorspellingen maken voor de grotere ondernemingen. We vermoeden niet dat grotere Belgische ondernemingen moeilijker zijn om te analyseren omdat ze actief zijn in een groter aantal sectoren. We vinden immers een insignificant verband tussen de grootte van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen en het aantal sectoren waarin ze actief zijn. De volgende hypothesen worden getoetst:

Hypothese 5.2a: De voorspellingsnauwkeurigheid van financiële analisten voor een Belgische onderneming is positief gerelateerd aan de grootte van een onderneming.

Hypothese 5.2b: De voorspellingsvariantie van financiële analisten voor een Belgische onderneming is negatief gerelateerd aan de grootte van een onderneming.

Brown (2001a) suggereert dat het bedrijfsresultaat van verlieslatende ondernemingen moeilijker is om te voorspellen omdat deze ondernemingen in meerdere mate hun bedrijfsresultaten manipuleren. Wanneer een onderneming verwacht verliezen te realiseren, tracht zij zoveel mogelijk kosten toe te wijzen aan het boekjaar waarin de verliezen gemaakt worden. Hierdoor zullen de kosten in de volgende boekjaren kleiner zijn, waardoor de bedrijfsresultaten groter worden. In de literatuur wordt deze techniek 'big bath accounting' genoemd. Mande et al. (2003) argumenteren dat managers de verliezen in een bepaald boekjaar trachten te maximaliseren omdat de reactie van de kapitaalmarkt hetzelfde is bij grote verliezen als bij kleine verliezen. Financiële analisten hebben moeite om de effecten van de winstmanipulaties op de toekomstige prestaties in te schatten, waardoor er grotere voorspellingsfouten ontstaan (Abarbanell en Lehavy, 2003b).

Naast het manipuleren van de winsten, kunnen verlieslatende ondernemingen ook hun strategie of doelstellingen bijstellen waarbij het zelfs mogelijk is dat er een ander management geïnstalleerd wordt. Deze veranderingen zorgen ervoor dat financiële analisten meer onzekerheid ervaren over de toekomstige bedrijfsresultaten. Mande et al. (2003) suggereren bovendien dat financiële analisten potentiële investeerders voor verlieslatende ondernemingen niet wensen af te schrikken, waardoor de financiële analisten bewust optimistische voorspellingen maken.

Uit de empirische onderzoeken van Bhat et al. (2006), Mande et al. (2003), Higgins (2002), Butler en Saraoglu (1999), Ettredge et al. (1996) en Hwang et al. (1996) is gebleken dat de voorspellingsnauwkeurigheid kleiner is voor verlieslatende ondernemingen. Duru en Reeb (2002) observeren echter geen significant verband tussen de hoogte van de verliezen en de voorspellingsnauwkeurigheid. Hope (2003b), Irani en Karamanou (2003) en Vanstraelen et al. (2003) vinden dat de voorspellingen van de financiële analisten gemaakt voor de verlieslatende ondernemingen meer variantie vertonen.

Hwang et al. (1996) maken de bedenking dat vooral kleine ondernemingen verliezen realiseren, waardoor de voorspellingsnauwkeurigheid verklaard zou worden door de grootte van de onderneming en niet door het feit dat de onderneming verlieslatend is. De empirische resultaten in hun studie geven evenwel geen ondersteuning voor de redenering van deze auteurs.

Verlieslatende ondernemingen worden dus gekenmerkt door een grotere onzekerheid waardoor het moeilijker is voor de financiële analist om de toekomstige resultaten van deze ondernemingen in te schatten. We verwachten dan ook dat de voorspellingsnauwkeurigheid van de financiële analisten die een Belgische onderneming volgen, kleiner is voor verlieslatende ondernemingen. Daarnaast vermoeden we dat de voorspellingsvariantie groter is bij verlieslatende ondernemingen. Hierdoor worden de volgende hypothesen vooropgesteld:

Hypothese 5.3a: De voorspellingsnauwkeurigheid van financiële analisten is kleiner voor verlieslatende Belgische ondernemingen.

Hypothese 5.3b: De voorspellingsvariantie van financiële analisten is groter voor verlieslatende Belgische ondernemingen.

Een determinant die minder vaak aan bod gekomen is in de studies die de invloeden van bedrijfsspecifieke kenmerken onderzoeken op de kwaliteit van de analistenvoorspellingen, is de schuldgraad van een onderneming. Nochtans is deze variabele een indicator voor de mate van risico en onzekerheid bij een onderneming (Hope, 2003a; Kwon, 2002; Parkash et al., 1995). De empirische studies van Vanstraelen et al. (2003), Hope (2003b) en Parkash et al. (1995) concluderen dan ook dat analisten de toekomstige bedrijfsresultaten van ondernemingen met een lagere schuldgraad beter kunnen voorspellen. Kwon (2002) vindt daarentegen geen betekenisvol verband. Met betrekking tot de voorspellingsvariantie concludeert Hope (2003b) een positieve invloed van de schuldgraad op de voorspellingsvariantie, terwijl Vanstraelen et al. (2003) en Kwon (2002) geen empirische ondersteuning bieden. Gegeven de toegenomen onzekerheid bij een onderneming met meer schulden, verwachten we de volgende onderzoeksresultaten:

Hypothese 5.4a: De voorspellingsnauwkeurigheid van financiële analisten voor een Belgische onderneming is negatief gerelateerd aan de schuldgraad van een onderneming.

Hypothese 5.4b: De voorspellingsvariantie van financiële analisten voor een Belgische onderneming is positief gerelateerd aan de schuldgraad van een onderneming.

We bestuderen eveneens de invloed van de proportie aan immateriële vaste activa die een onderneming bezit op de voorspellingsnauwkeurigheid en de voorspellingsvariantie van financiële analisten. Ritter en Wells (2006) stellen voor een steekproef van ondernemingen uit Australië vast dat de geactiveerde immateriële vaste activa van een onderneming positief geassocieerd zijn met de

toekomstige bedrijfsresultaten en de toekomstige aandelenkoersen. Deze auteurs stellen dan ook dat de hoeveelheid aan immateriële vaste activa in een onderneming een indicatie is van de toekomstige groei-opportuniteiten van deze onderneming. Hierdoor stijgt het aantal financiële analisten dat dergelijke ondernemingen volgen, omdat financiële analisten eerder ondernemingen volgen met positieve groeiverwachtingen (Barth et al., 2001; Bhushan, 1989). Als het aantal analisten dat een onderneming volgt toeneemt, stijgt ook de private informatiestroom waardoor analisten in de mogelijkheid zijn om nauwkeurigere voorspellingen te maken. Matolcsy en Wyatt (2006) stellen ook empirisch vast dat het aandeel van de immateriële vaste activa in een onderneming positief gerelateerd is aan de voorspellingsnauwkeurigheid van financiële analisten. Deze bevindingen worden evenwel niet ondersteund in de studie van Gu en Wang (2005) die besluiten dat de voorspellingen van de financiële analisten minder nauwkeurig zijn voor Amerikaanse ondernemingen met meer gerapporteerde immateriële vaste activa. Dergelijke ondernemingen zijn immers complexer om te analyseren waardoor de onzekerheid toeneemt.

Specifiek voor Belgische ondernemingen verwachten we toch een positief verband tussen de voorspellingsnauwkeurigheid en de proportie aan immateriële vaste activa. We steunen ons voor deze relatie op de argumentatie van Matolcsy en Wyatt (2006) die stellen dat de Amerikaanse boekhoudstandaarden zeer restrictief zijn in het activeren van immateriële vaste activa, waardoor de gerapporteerde immateriële vaste activa geen goede benadering zijn voor de onderliggende immateriële vaste activa. De boekhoudstandaarden die Australische – en Belgische - ondernemingen toepassen, geven meer vrijheid aan de ondernemingen om immateriële vaste activa te activeren (PWC, 2005). Hierdoor is er meer overeenstemming tussen de geactiveerde en de onderliggende (niet-geactiveerde) immateriële vaste activa. Wegens de toegenomen aandacht van financiële analisten voor het volgen van ondernemingen met meer immateriële vaste activa, verwachten we dan ook dat de voorspellingsnauwkeurigheid positief verbonden is met het aandeel van de immateriële bezittingen in een onderneming. We stellen ook de assumptie dat deze determinant een negatieve impact heeft op de voorspellingsvariantie. De volgende hypothesen worden geformuleerd:

Hypothese 5.5a: De voorspellingsnauwkeurigheid van financiële analisten voor een Belgische onderneming is positief gerelateerd aan de proportie van de immateriële vaste activa van een onderneming.

Hypothese 5.5b: De voorspellingsvariantie van financiële analisten voor een Belgische onderneming is negatief gerelateerd aan de proportie van de immateriële vaste activa van een onderneming.

De mate van onzekerheid is een belangrijke factor die een invloed heeft op de nauwkeurigheid en de variantie van de analistenvoorspellingen. Een benadering voor onzekerheid is de variabiliteit in de bedrijfsresultaten. Indien de bedrijfsresultaten sterk fluctueren, is er meer onzekerheid waardoor de analistenvoorspellingen minder nauwkeurig zijn. Financiële analisten verkiezen immers gelijklopende resultaten daar deze makkelijker te voorspellen zijn (Graham et al., 2005; Jaggi en Jain, 1998). Bovendien vermindert de attractiviteit om een onderneming te volgen wanneer de bedrijfsresultaten een variabel karakter hebben. Financiële analisten zullen dergelijke ondernemingen in mindere mate volgen, waardoor de concurrentie tussen de financiële analisten vermindert. Hierdoor daalt eveneens de voorspellingsnauwkeurigheid en stijgt de voorspellingsvariantie (Hope, 2003b).

In de academische literatuur worden twee benaderingen voor de variabiliteit in de bedrijfsresultaten gebruikt. De studies uitgevoerd door Vanstraelen et al. (2003), Bowen et al. (2002), Duru en Reeb (2002), Hodgekinson (2001), Basu et al. (1998), Dowen (1996) en Hwang et al. (1996) relateren de wijziging in de bedrijfsresultaten tussen twee boekjaren aan de voorspellingsnauwkeurigheid. In analogie met de verwachtingen blijken alle studies een negatief verband te vinden tussen beide variabelen. Barron et al. (1999) en Hope (2003b) vinden voorts dat de voorspellingsvariantie groter is naarmate het bedrijfsresultaat van het ene op het andere jaar sterker fluctueert.

Een tweede benadering voor de variabiliteit van de bedrijfsresultaten, is de variabiliteit in de rendabiliteit van een onderneming over meerdere boekjaren. Bhat et al. (2006), Duru en Reeb (2002), Lim (2001) en Alfort en Berger (1999) stellen empirisch vast dat analisten nauwkeuriger zijn in het voorspellen van het toekomstige bedrijfsresultaat naarmate de variabiliteit in de rendabiliteit kleiner is. Jaggi en Jain (1998) vinden daarentegen voor een steekproef van ondernemingen uit Hong-Kong geen significante relatie tussen de variabiliteit in de rendabiliteit en de voorspellingsnauwkeurigheid. Irani en Karamanou (2003) concluderen dan weer wel dat de variabiliteit in de rendabiliteit een positieve invloed heeft op de voorspellingsvariantie tussen de financiële analisten.

Op basis van de bovenstaande bevindingen kan de assumptie gesteld worden dat de financiële analisten meer moeite hebben om de bedrijfsresultaten nauwkeurig in te schatten voor de Belgische ondernemingen waarvan de variabiliteit in de bedrijfsresultaten groter is en dit omwille van de hogere onzekerheid. Hierdoor worden de volgende hypothesen vooropgesteld:

Hypothese 5.6a: De voorspellingsnauwkeurigheid van financiële analisten voor een Belgische onderneming is negatief gerelateerd aan de variabiliteit in het bedrijfsresultaat van een onderneming.

Hypothese 5.6b: De voorspellingsvariantie van financiële analisten voor een Belgische onderneming is positief gerelateerd aan de variabiliteit in het bedrijfsresultaat van een onderneming.

Alfort en Berger (1999) stellen vast dat de financiële analisten minder nauwkeurige voorspellingen maken naarmate het rendement van de aandelenkoersen sterk fluctueert. Net zoals bij de variabiliteit van de bedrijfsresultaten verkiezen financiële analisten eerder gelijklopende aandelenrendementen omdat er dan minder onzekerheid is over de toekomstige waarde van een onderneming. Lobo en Tung (2000) en Irani and Karamanou (2003) vinden in hun empirische studies dat er minder overeenstemming is tussen financiële analisten naarmate de variabiliteit in het aandelenrendement toeneemt. Leuz (2003) stelt daarentegen geen significante invloed vast.

Daar de variabiliteit van de aandelenrendementen een benadering is voor de onzekerheid van een onderneming, verwachten we dat de financiële analisten meer moeite hebben in het inschatten van de toekomstige bedrijfsresultaten voor ondernemingen met een grotere variabiliteit in de aandelenrendementen. Hierdoor worden de volgende hypothesen getoetst:

Hypothese 5.7a: De voorspellingsnauwkeurigheid van financiële analisten voor een Belgische onderneming is negatief gerelateerd aan de variabiliteit van de aandelenrendementen.

Hypothese 5.7b : De voorspellingsvariantie van financiële analisten voor een Belgische onderneming is positief gerelateerd aan de variabiliteit van de aandelenrendementen.

De sector waarin een onderneming actief is, kan eveneens een invloed hebben op de voorspellingsnauwkeurigheid en de voorspellingsvariantie van de financiële analisten. Een aantal sectoren, zoals de energiesector, worden immers gekenmerkt door een uitgebreide informatieverstrekking waardoor het voor financiële analisten makkelijker wordt om nauwkeurigere bedrijfsresultaten te voorspellen. Capstaff et al. (2001) stellen vast dat de meest nauwkeurige analistenvoorspellingen opgesteld worden voor ondernemingen actief in de gezondheidszorg en in de publieke nutsvoorzieningen, terwijl de minst nauwkeurige analistenvoorspellingen opgesteld worden voor ondernemingen actief in de productie van duurzame consumptiegoederen en in transport. Brown (1997) vindt eveneens dat financiële analisten nauwkeurigere voorspellingen maken voor de ondernemingen uit de voedingssector en de financiële sector, terwijl er minder nauwkeurige voorspellingen gemaakt worden voor de ondernemingen die tot de metaalnijverheid behoren. Jaggi en Jain (1998) en Dreman en Berry (1995) stellen echter geen significant verband vast dat de sector een invloed heeft op de nauwkeurigheid van de analistenvoorspellingen. In de studie van Jaggi en Jain (1998) wordt wel gesuggereerd dat de voorspellingen voor ondernemingen uit de sector van de nutsvoorzieningen nauwkeuriger zijn – zeker in vergelijking met de industriële sector - omwille van het feit dat de sector van de nutsvoorzieningen meer gereguleerd is. Bovendien

fluctueren de bedrijfsresultaten van de industriële sector meer. Cho en Harter (1995) vinden dat de sector geen verklarende variabele is voor de voorspellingsvariantie van financiële analisten.

In de literatuur blijkt dat sommige sectoren attractiever om te volgen zijn dan andere sectoren omwille van de incrementele bijdrage die financiële analisten kunnen leveren aan investeerders. Zo zijn de ondernemingen uit de hoogtechnologische sectoren (bijvoorbeeld ondernemingen behorende tot de IT-sector, de farmaceutische sector of de softwaresector) aantrekkelijker om volgen dan de ondernemingen uit de laagtechnologische sectoren (bijvoorbeeld ondernemingen behorende tot de staalsector, de automobielnijverheid of de papiersector) omdat de groei-opportuniteiten er groter zijn. Bovendien hebben investeerders meer moeite met het analyseren van dergelijke ondernemingen omdat de financiële informatie van een lagere kwaliteit is, waardoor zij beroep doen op financiële analisten. Kwon (2002) stelt dan ook empirisch vast dat de voorspellingsnauwkeurigheid hoger en de voorspellingsvariantie kleiner is voor de hoogtechnologische ondernemingen in vergelijking met de laagtechnologische ondernemingen. De hoogtechnologische ondernemingen worden wel omgeven met meer onzekerheid, maar dit negatief effect wordt geneutraliseerd doordat een groter aantal analisten dergelijke ondernemingen volgen (Barth et al., 2001). De toename in het aantal analisten verhoogt de totale informatie die beschikbaar is over een onderneming uit de hoogtechnologische sector waardoor er nauwkeurigere voorspellingen worden gemaakt.

Analoog als in hoofdstuk 4 worden de Belgische beursgenoteerde ondernemingen toegewezen tot de hoogtechnologische sector (zoals farmacie, IT of halfgeleiders) of tot de laagtechnologische sector (chemie, retail, productie van industriële goederen). Hoewel deze laatste sector gekenmerkt wordt door minder onzekerheid, verwachten we toch dat financiële analisten nauwkeurigere voorspellingen maken voor ondernemingen uit de hoogtechnologische sector omdat deze aantrekkelijker om volgen zijn (Kwon, 2002; Barth et al., 2001). We veronderstellen eveneens dat de voorspellingsvariantie kleiner is voor de ondernemingen van de hoogtechnologische sectoren. We formuleren de volgende hypothesen:

Hypothese 5.8a *De voorspellingsnauwkeurigheid van financiële analisten is groter voor een Belgische onderneming die actief is in een hoogtechnologische sector.*

Hypothese 5.8b *De voorspellingsvariantie van financiële analisten is kleiner voor een Belgische onderneming die actief is in een hoogtechnologische sector.*

In de academische literatuur worden eveneens additionele determinanten besproken die in het kader van deze empirische studie niet onderzocht worden om geen overspecificatie van het regressiemodel te bekomen. Zo zijn de voorspellingen van financiële analisten nauwkeuriger voor ondernemingen die op meerdere beurzen staan genoteerd (Hope, 2003b; Lang et al., 2003), voor ondernemingen met een betere corporate governance (Byard et al., 2006), voor ondernemingen die hun winsten in mindere mate manipuleren (Lee en Choi, 2000) en voor ondernemingen die minder complex om volgen zijn (Duru en Reeb, 2002).

De verwachte invloeden van de bedrijfsspecifieke determinanten op de voorspellingsnauwkeurigheid en de voorspellingsvariantie die in onze studie onderzocht worden, zijn samengevat in tabel 5.1.

Tabel 5.1: Samenvattend overzicht van de hypothesen

Bedrijfsspecifieke kenmerken	**NKH[1]**	**VAR[2]**
De rapportering van niet-financiële informatie door een onderneming	+	-
De grootte van een onderneming	+	-
Het verlieslatend zijn van een onderneming	-	+
De schuldgraad van een onderneming	-	+
Het aandeel van de immateriële vaste activa in de totale activa van een onderneming	+	-
De variabiliteit in de bedrijfsresultaten van een onderneming	-	+
De variabiliteit in de aandelenrendementen van een onderneming	-	+
Het actief zijn van een onderneming in een hoogtechnologische sector	+	-

[1]NKH: Richting van het verband met de voorspellingsnauwkeurigheid;
[2]VAR: Richting van het verband met de voorspellingsvariantie

5.2 Onderzoeksopzet

De invloed van de bedrijfsspecifieke kenmerken op de voorspellingsnauwkeurigheid en de voorspellingsvariantie wordt onderzocht voor dezelfde steekproef van 40 Belgische ondernemingen waarvoor we de mate van niet-financiële informatierapportering hebben bestudeerd over de periode 2001-2005 (cfr. hoofdstuk 3). De oorspronkelijke steekproefgrootte van 120 observaties is beperkt tot 115 observaties voor de analyse van de voorspellingsnauwkeurigheid en 111 voor de analyse van de voorspellingsvariantie. De vermindering in het aantal observaties is het gevolg van ontbrekende gegevens voor het berekenen van beide afhankelijke variabelen.

De voorspellingsnauwkeurigheid wordt gemeten als de absolute waarde van het verschil tussen het werkelijke resultaat per aandeel en het voorspelde resultaat per aandeel gedeeld door het werkelijke resultaat per aandeel. Deze definitie wordt reeds frequent toegepast in de literatuur, onder meer in de studies van Ho en Tsay (2004), Kwon (2002), Vanstraelen et al. (2002), Barron et al. (1999), Capstaff et al. (1998), Jaggi en Jain (1998) en Fort (1997). De correctie met het werkelijke resultaat per aandeel beperkt eveneens de invloed van extreme observaties, waardoor er minder vertekeningen zijn in de onderzoeksresultaten. Hope (2003b) berekent de voorspellingsnauwkeurigheid vrij analoog als onze maatstaf, maar hij corrigeert de absolute voorspellingsfout door de beurskoers van de onderneming in plaats van door het werkelijke resultaat per aandeel van de onderneming.

De voorspellingsvariantie wordt berekend als de standaardafwijking van de voorspelde resultaten per aandeel van de financiële analisten die een bepaalde onderneming volgen gecorrigeerd met het werkelijke resultaat per aandeel (Kwon, 2002 en Barron et al., 1999). Door het nemen van de standaardafwijking van de voorspelde resultaten per aandeel, krijgen we een indicatie van de mate waarin de voorspellingen van de analisten van elkaar afwijken. De invloed van extreme waarden wordt beperkt middels een correctie met het werkelijke resultaat per aandeel. Een gelijkaardige definitie wordt gehanteerd door

Vanstraelen et al. (2002), maar zij corrigeren middels de absolute waarde van de voorspelde bedrijfsresultaten. Beide alternatieven vermijden het probleem van extreme waarden. Hope (2003b) corrigeert de standaarddeviatie van de voorspellingen met de beurskoers.

De gegevens nodig voor het berekenen van de afhankelijke variabelen worden bekomen uit de IBES database (via Datastream). Deze database berekent twee keer per maand (in het begin en in het midden van de maand) het gemiddelde voorspelde bedrijfsresultaat per aandeel en de standaardafwijking van de voorspelde bedrijfsresultaten per aandeel van de financiële analisten die een bepaalde onderneming volgen.

De voorspellingsnauwkeurigheid en de voorspellingsvariantie die in onze studie gebruikt worden, hebben betrekking op het jaar waarin het jaarverslag ter beschikking wordt gesteld. Zo wordt het jaarverslag van het boekjaar 2001 met als afsluitdatum 31 december, in de loop van het voorjaar 2002 publiek gemaakt. Traditioneel zijn alle jaarverslagen ten laatste in de maand mei beschikbaar. We berekenen dan ook de nauwkeurigheid en de variantie op basis van de resultaatvoorspellingen die de financiële analisten maken in het midden van de maand mei 2002 voor het boekjaar 2002 voor een bepaalde onderneming[8].

De bedrijfsspecifieke kenmerken worden verzameld uit de BELFIRST DVD. De ontbrekende gegevens worden zelfstandig opgezocht in de desbetreffende jaarverslagen. De enige variabele die niet te vinden is in de BELFIRST DVD, is de mate van niet-financiële informatierapportering. Deze determinant wordt gemeten als de mate waarin niet-financiële informatie vermeld is in de jaarverslagen van 2001, 2003 en 2005. De onderzoeksresultaten van deze analyse kunnen teruggevonden worden in onderdeel 3.3.

[8] De ondernemingen Colruyt en Dolmen sluiten het boekjaar af op 31 maart. Voor deze bedrijven nemen we de gemiddelde voorspellingen die analisten maken in de maand augustus.

De bedrijfsspecifieke determinanten die gerelateerd worden aan de voorspellingsnauwkeurigheid en aan de voorspellingsvariantie van de financiële analisten worden opgenomen in de onderstaande modellen:

$$NKH_{ij} = \beta_0 + \beta_1 R\_CAT_{ij} + \beta_2 GRO_{ij} + \beta_3 VERLIES_{ij} + \beta_4 SCHULD_{ij} + \beta_5 IMAT_{ij} + \beta_6 WBR_{ij} + \beta_7 VAR\_AR_{ij} + \beta_8 SEC_{ij} + \beta_9 JR01 + \beta_{10} JR05 + \varepsilon$$

$$VAR_{ij} = \beta_0 + \beta_1 R\_CAT_{ij} + \beta_2 GRO_{ij} + \beta_3 VERLIES_{ij} + \beta_4 SCHULD_{ij} + \beta_5 IMAT_{ij} + \beta_6 WBR_{ij} + \beta_7 VAR\_AR_{ij} + \beta_8 SEC_{ij} + \beta_9 JR01 + \beta_{10} JR05 + \varepsilon$$

De omschrijving en de definiëring van de afhankelijke en de onafhankelijke variabelen, zijn opgenomen in tabel 5.2.

Net zoals in hoofdstuk 4 wordt in de multivariate analyse gebruik gemaakt van de rangorde regressiemethode. We dienen wel rekening te houden met een mogelijk probleem van endogeniteit tussen de mate van niet-financiële informatierapportering enerzijds en de mate van voorspellingsnauwkeurigheid en voorspellingsvariantie anderzijds. Een onderneming zou immers kunnen beslissen om enkel bepaalde informatie te rapporteren indien de analisten nauwkeurige voorspellingen maken (Lang en Lundholm, 1996). We controleren voor het effect van endogeniteit via de Hausman test, maar we bekomen insignificante resultaten zodat de resultaten van de OLS analyse niet vertekend zijn.

Het probleem van panel data lossen we op door de integratie van dummy variabelen voor de jaren waarin de analyses plaatsvinden. Deze methode wordt ook toegepast in de studies van Bhat et al. (2006), Byard et al. (2006), Barako et al. (2006) en Francis et al. (2005). Als een additionele analyse maken we gebruik van een 'lag' variabele die controleert voor hetzij de historische voorspellingsnauwkeurigheid van een onderneming, hetzij de historische voorspellingsvariantie

Tabel 5.2: Omschrijving en definiëring van de variabelen

Variabele	Omschrijving	Meting
Afhankelijke variabelen:		
NKH_{ij}	De gemiddelde voorspellingsnauw-keurigheid van de financiële analisten die onderneming i volgen in jaar j+1	Het absolute verschil tussen het gemiddeld voorspelde resultaat per aandeel voor jaar j+1 en het werkelijke resultaat per aandeel voor het jaar j+1 gedeeld door het werkelijke resultaat per aandeel voor het jaar j+1 van de financiële analisten die onderneming i volgen in jaar j+1
VAR_{ij}	De voorspellingsvariantie van de financiële analisten die onderneming i volgen in jaar j+1	De standaardafwijking van de analistenvoorspellingen in het voorspellen van het resultaat van het jaar j+1 gedeeld door het werkelijke resultaat per aandeel van jaar j+1 van de analisten die onderneming i volgen in het jaar j+1
Onafhankelijke variabelen:		
R_CAT_{ij}	De rapportering van de niet-financiële informatiecategorie CAT van onderneming i in jaar j	Het aantal items dat onderneming i vermeldt in de jaarverslagen j van de categorieën CAT waarbij CAT= TOT: de geaggregeerde score van de mate van niet-financiële informatierapportering; ANA: analyse van bedrijfsinformatie door het management; ANA.A: redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in prestatiemaatstaven; ANA.B: trends die een effect hebben op de onderneming; TOE: toekomstgerichte informatie; MAN: informatie over het management en de aandeelhouders; AGI: achtergrondinformatie over de onderneming; AGI.A: doelstellingen en strategie; AGI.B: producten en diensten; AGI.C: commerciële belanghebbenden van de onderneming; INK: Informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming; INK.A: humaan kapitaal; INK.B: interne structuur; INK.C: externe structuur.
GRO_{ij}	De grootte van onderneming i in jaar j	De totale activa van de onderneming i in jaar j
$VERLIES_{ij}$	Het feit of onderneming i verlieslatend is in jaar j	Dummy variabele waarbij de onderneming i in jaar j de waarde 0 krijgt wanneer het nettoresultaat na belastingen positief is en de waarde 1 wanneer het nettoresultaat na belastingen negatief is.
$SCHULD_{ij}$	De schuldgraad van onderneming i in jaar j	De verhouding tussen de schulden op lange termijn en korte termijn op het totale vermogen van onderneming i in jaar j
$IMAT_{ij}$	De immateriële bezittingen van onderneming i in jaar j	De verhouding tussen de immateriële vaste activa en het balanstotaal van de onderneming i in jaar j

Tabel 5.2: Omschrijving en definiëring van de variabelen (vervolg)

Variabele	Omschrijving	Meting
WBR_{ij}	De variabiliteit in de bedrijfsresultaten van onderneming i in jaar j	Het verschil tussen het nettoresultaat na belastingen van het jaar j ten opzichte van het jaar j-1 gedeeld door het nettoresultaat na belastingen van het jaar j-1 van de onderneming i
VAR_AR_{ij}	De variabiliteit in de aandelenrendementen van onderneming i in jaar j	De standaardafwijking van de maandelijkse aandelenrendementen van onderneming i in jaar j
SEC_i	De sector waartoe onderneming i behoort	Dummy variabele waarbij de onderneming i de waarde 0 krijgt wanneer het een onderneming betreft actief in een laagtechnologische sector en de waarde 1 wanneer het een onderneming betreft actief in een hoogtechnologische sector.
JR 01	Jaar 2001	Dummy variabele met de waarde 0 indien de rapportering van onderneming i gebeurt in het jaar 2003 of 2005 en de waarde 1 indien rapportering van onderneming i gebeurt in het jaar 2001
JR 05	Jaar 2005	Dummy variabele met de waarde 0 indien de rapportering van onderneming i gebeurt in het jaar 2001 of 2003 en de waarde 1 indien rapportering van onderneming i gebeurt in het jaar 2005
ε	restterm	

5.3 Onderzoeksresultaten

In dit onderdeel worden de empirische onderzoeksresultaten besproken van de mate waarin bedrijfsspecifieke determinanten een invloed hebben op de voorspellingsnauwkeurigheid en de voorspellingsvariantie. De beschrijvende statistieken van de afhankelijke en de onafhankelijke variabelen zijn opgenomen in tabel 5.3. Deze statistieken hebben betrekking op de 115 observaties voor de variabelen die opgenomen worden in het model om de impact op de voorspellingsnauwkeurigheid te onderzoeken. De beschrijvende statistieken van de onafhankelijke variabelen die opgenomen worden in het model om de invloeden te schatten op de voorspellingsvariantie zijn analoog aan deze van de voorspellingsnauwkeurigheid en worden niet in een aparte tabel opgenomen.

Tabel 5.3: Beschrijvende statistieken van de afhankelijke en onafhankelijke variabelen (N=115)

	Gemid-delde	Minimum	Maximum	Standaard-afwijking	Skewness	Kurtosis
NKH_{ij}	0,589	0,000	3,500	0,787	2,029	3,358
VAR_{ij}[1]	0,188	0,001	1,818	0,299	3,093	10,637
TOT_{ij}	33,035	10	49	7,469	-0,344	-0,035
ANA_{ij}	4,304	2	8	1,551	0,266	-0,692
$ANA.A_{ij}$	3,313	1	6	1,209	0,010	-0,623
$ANA.B_{ij}$	0,991	0	3	0,811	0,618	0,087
TOE_{ij}	4,661	0	10	2,047	0,289	0,114
MAN_{ij}	4,243	1	6	0,914	-0,576	0,522
AGI_{ij}	10,983	4	17	2,636	-0,338	0,055
$AGI.A_{ij}$	2,226	0	3	0,689	-0,820	1,279
$AGI.B_{ij}$	6,426	3	10	1,408	-0,009	-0,059
$AGI.C_{ij}$	2,330	0	6	1,455	0,343	-0,389
INK_{ij}	8,843	0	16	3,111	-0,441	0,223
$INK.A_{ij}$	1,913	0	6	1,322	0,255	-0,469
$INK.B_{ij}$	4,087	0	8	1,795	-0,207	-0,522
$INK.C_{ij}$	2,843	0	5	1,218	-0,346	-0,431
GRO_{ij}[2]	2398129	21614	29382000	4963515	3,388	12,556
$VERLIES_{ij}$	0,165	0	1	0,373	1,827	1,361
$SCHULD_{ij}$	0,572	0,096	0,929	0,168	-0,303	-0,129
$IMAT_{ij}$	0,128	0	0,585	0,130	1,477	1,645
WBR_{ij}	0,818	0	4,739	1,040	1,979	3,677
VAR_AR_{ij}	0,091	0,027	0,322	0,049	1,670	3,916
SEC_i	0,357	0	1	0,481	0,607	-1,661

NKH_{ij}: de gemiddelde voorspellingsnauwkeurigheid van de financiële analisten die onderneming i volgen in jaar j+1; VAR_{ij}: de voorspellingsvariantie van de financiële analisten die onderneming i volgen in jaar j+1; R_CAT_{ij}: de rapportering van de niet-financiële informatiecategorie CAT van onderneming i in jaar j met CAT = TOT: de geaggregeerde score van de mate van niet-financiële informatierapportering; ANA: analyse van bedrijfsinformatie door het management; ANA.A: redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in prestatiemaatstaven; ANA.B: trends die een effect hebben op de onderneming; TOE: toekomstgerichte informatie; MAN: informatie over het management en de aandeelhouders; AGI: achtergrondinformatie over de onderneming; AGI.A: doelstellingen en strategie; AGI.B: producten en diensten; AGI.C: commerciële belanghebbenden van de onderneming; INK: informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming; INK.A: humaan kapitaal; INK.B: interne structuur; INK.C: externe structuur; GRO_{ij}: de grootte van onderneming i in jaar j, $VERLIES_{ij}$: het feit of onderneming i verlieslatend is in jaar j; $SCHULD_{ij}$: de schuldgraad van onderneming i in jaar j; $IMAT_{ij}$: de immateriële bezittingen van onderneming i in jaar j; WBR_{ij}: de variabiliteit in de bedrijfsresultaten van onderneming i in jaar j; VAR_AR_{ij}: de variabiliteit in de aandelenrendementen van onderneming i in jaar j; SEC_i: de sector waartoe onderneming i behoort.

[1] De statistieken voor deze variabele zijn de enige die gebaseerd zijn op 111 in plaats van op 115 observaties;

[2] Gegevens in duizendtallen

De beschrijvende statistieken voor de afhankelijke variabelen wijzen op een sterke variantie in de voorspellingsnauwkeurigheid en –variantie. De onderzoeksbevindingen van de onafhankelijke variabelen zijn reeds in eerdere hoofdstukken aan bod gekomen. De mate waarin de ondernemingen niet-

financiële informatie verschaffen is reeds toegelicht in hoofdstuk 3, terwijl de bespreking van de overige bedrijfsspecifieke variabelen gebeurd is in hoofdstuk 4. De correlaties tussen de onafhankelijke variabelen zijn opgenomen in tabel 5.4. We dienen wel op te merken dat de voorspellingsnauwkeurigheid bepaald wordt als de mate waarin financiële analisten voorspellingsfouten maken. Een positief teken in tabel 5.4 betekent dat de voorspellingsfout groter (en de voorspellingsnauwkeurigheid kleiner) is naarmate een onafhankelijke variabele een hogere waarde heeft.

De univariate bevindingen tonen aan dat de voorspellingsnauwkeurigheid niet verbetert naarmate een onderneming in totaliteit meer niet-financiële informatie verschaft. Deze bevinding kan echter niet geconcludeerd worden voor alle niet-financiële informatierubrieken. We vinden immers in tabel 5.4 dat financiële analisten nauwkeuriger zijn naarmate ondernemingen meer informatie over de doelstellingen en de strategie (AGI.A), informatie over de commerciële belanghebbenden van de onderneming (AGI.C) en informatie over het humaan kapitaal (INK.A) verschaffen.

De bevindingen tonen ook aan dat financiële analisten grotere voorspellingsfouten maken voor ondernemingen die omgeven zijn met meer risico's (onder meer bij verlieslatende ondernemingen, ondernemingen met een hogere schuldgraad en ondernemingen met een hogere variabiliteit in de bedrijfsresultaten en aandelenrendementen). Deze correlaties tonen wel de betrouwbaarheid van de gebruikte maatstaf voor het meten van de voorspellingsnauwkeurigheid aan.

Verder is de voorspellingsvariantie kleiner indien een onderneming meer niet-financiële informatie rapporteert in haar jaarverslagen. Deze bevinding stellen we vast voor diverse informatierubrieken, onder meer voor toekomstgerichte informatie (TOE) en informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming (INK).

Tabel 5.4: Spearmans' rho correlatie-coëfficiënten tussen de afhankelijke en de onafhankelijke variabelen (N=115)

	NKH_{ij}	VAR_{ij}[1]	GRO_{ij}	$VERLIES_{ij}$	$SCHULD_{ij}$	$IMAT_{ij}$	WBR_{ij}	VAR_AR_{ij}	SEC_i
TOT_{ij}	-0,044	-0,192**	0,210**	-0,060	0,005	0,111	-0,095	-0,260**	0,047
ANA_{ij}	0,030	0,049	0,272***	0,175*	0,140	0,207**	0,119	-0,050	-0,043
$ANA.A_{ij}$	0,096	0,072	0,230**	0,117	0,128	0,258***	0,174*	0,075	-0,015
$ANA.B_{ij}$	-0,093	-0,023	0,217**	0,144	0,066	0,034	-0,064	-0,237**	-0,076
TOE_{ij}	-0,055	-0,142*	0,213**	-0,069	0,042	0,016	-0,035	-0,419**	-0,118
MAN_{ij}	0,032	-0,099	-0,021	0,078	0,041	0,133	0,118	0,040	0,160*
AGI_{ij}	0,037	-0,121	0,113	-0,033	0,005	0,016	-0,037	-0,292***	0,080
$AGI.A_{ij}$	-0,128*	-0,166*	-0,079	-0,103	-0,229**	-0,008	-0,196**	-0,180*	0,102
$AGI.B_{ij}$	-0,055	-0,084	0,179*	-0,038	-0,062	-0,077	-0,125	-0,335***	-0,027
$AGI.C_{ij}$	-0,170**	-0,082	0,043	0,009	0,124	0,086	0,086	-0,103	0,129
INK_{ij}	-0,120	-0,266***	0,121	-0,144	0,045	0,140	-0,218**	-0,305***	0,061
$INK.A_{ij}$	-0,146*	-0,101	0,183**	-0,281***	0,077	0,048	-0,309**	-0,213**	-0,084
$INK.B_{ij}$	-0,069	-0,253***	-0,057	0,005	0,130	0,052	-0,137	-0,224*	0,212**
$INK.C_{ij}$	-0,072	-0,262***	0,143*	-0,075	0,108	0,290***	-0,037	-0,257***	0,039
GRO_{ij}	-0,160**	0,061		-0,029	0,297***	-0,300***	-0,023	-0,209**	-0,286***
$VERLIES_{ij}$	0,224***	0,343***			0,342***	0,170*	0,363***	0,243***	0,158*
$SCHULD_{ij}$	0,231***	0,309***				0,210**	0,142	0,018	-0,352***
$IMAT_{ij}$	0,019	-0,022					0,140	0,120	0,138
WBR_{ij}	0,341***	0,309***						0,167*	0,164*
VAR_AR_{ij}	0,237***	0,086							0,260***
SEC_i	0,007	-0,145							

Deze tabel bevat de Spearmans' rho correlatiecoëfficiënten voor de variabelen NKH_{ij}: de gemiddelde voorspellingsnauwkeurigheid van de financiële analisten die onderneming i volgen in jaar j+1; VAR_{ij}: de voorspellingsvariantie van de financiële analisten die onderneming i volgen in jaar j+1; R_CAT_{ij}: de rapportering van de niet-financiële informatiecategorie CAT van onderneming i in jaar j met CAT = TOT: de geaggregeerde score van de mate van niet-financiële informatierapportering; ANA: analyse van bedrijfsinformatie door het management; ANA.A: redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in prestatiemaatstaven; ANA.B: trends die een effect hebben op de onderneming; TOE: toekomstgerichte informatie; MAN: informatie over het management en de aandeelhouders; AGI: achtergrondinformatie over de onderneming; AGI.A: doelstellingen en strategie; AGI.B: producten en diensten; AGI.C: commerciële belanghebbenden van de onderneming; INK: informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming; INK.A: humaan kapitaal; INK.B: interne structuur; INK.C: externe structuur; GRO_{ij}: de grootte van onderneming i in jaar j; $VERLIES_{ij}$: het feit of onderneming i verlieslatend is in jaar j; $SCHULD_{ij}$: de schuldgraad van onderneming i in jaar j; $IMAT_{ij}$: de immateriële bezittingen van onderneming i in jaar j; WBR_{ij}: de variabiliteit in de bedrijfsresultaten van onderneming i in jaar j; VAR_AR_{ij}: de variabiliteit in de aandelenrendementen van onderneming i in jaar j; SEC_i: de sector waartoe onderneming i behoort.

*** significant op 1% niveau; ** significant op 5% niveau; * significant op 10% niveau

[1] De statistieken voor deze variabele zijn de enige die gebaseerd zijn op 111 in plaats van op 115 observaties.

Tevens zijn diverse indicatoren voor het risico van een onderneming consistent verbonden aan de voorspellingsvariantie. De voorspellingen van de financiële analisten zijn immers minder met elkaar in overeenstemming voor verlieslatende ondernemingen, ondernemingen met een hogere schuldgraad en ondernemingen met een hogere variabiliteit in de bedrijfsresultaten. Deze bevindingen wijzen eveneens op de betrouwbaarheid van de toegepaste maatstaf.

De correlatiecoëfficiënten tussen de onafhankelijke variabelen tonen onder meer de relaties aan tussen de mate van niet-financiële informatierapportering en de verschillende bedrijfsspecifieke kenmerken. Deze onderzoeksresultaten zijn reeds besproken geweest in hoofdstuk 4, evenals de onderlinge verbanden tussen alle andere bedrijfsspecifieke variabelen.

De multivariate regressieresultaten met betrekking tot de invloed van bedrijfsspecifieke kenmerken op de voorspellingsnauwkeurigheid worden vermeld in tabel 5.5. De kolom 'R_CAT' (derde kolom) in tabel 5.5 is de mate van de niet-financiële informatierapportering van een bepaalde informatiecategorie. Deze categorie is telkens in de eerste kolom vermeld.

De multivariate regressieresultaten vermeld in tabel 5.5 tonen aan dat de totale rapportering van niet-financiële informatie in het jaarverslag van een Belgische onderneming geen significante invloed heeft op de voorspellingsnauwkeurigheid van financiële analisten. De bevindingen in tabel 5.5 tonen enkel aan dat financiële analisten nauwkeuriger zijn indien een onderneming meer gegevens verstrekt over zijn klanten, leveranciers en concurrenten (rubriek AGI.C). De hypothese 5.1a wordt enkel ondersteund voor deze rubriek. Ook de studies van Byard en Shaw (2003) en Lang en Lundholm (1996) vinden geen betekenisvol verband tussen de voorspellingsnauwkeurigheid en de hoeveelheid aan informatie die vermeld wordt in een jaarverslag.

Tabel 5.5: Multivariate regressieresultaten van de invloed van bedrijfsspecifieke determinanten op de voorspellingsnauwkeurigheid (N=115)

	Constante	R_CAT_{ij}	GRO_{ij}	$VERLIES_{ij}$	$SCHULD_{ij}$	$IMAT_{ij}$	WBR_{ij}	VAR_AR_{ij}	SEC_i	R^2 F-waarde
TOT_{ij}	25,905	0,049	-0,221	0,309	0,213	-0,034	0,179	0,001	-0,097	0,166
	(1,379)	(0,431)	(-2,205)**	(3,257)***	(1,963)**	(-0,347)	(1,655)**	(0,004)	(-0,764)	3,265***
ANA_{ij}	31,591	0,040	-0,206	0,151	0,224	-0,028	0,292	-0,006	-0,065	0,151
	(1,706)*	(0,416)	(-2,015)**	(1,401)*	(2,055)**	(-0,284)	(3,068)***	(-0,037)	(-0,515)	3,024***
$ANA.A_{ij}$	31,179	0,072	-0,211	0,139	0,222	-0,035	0,285	0,001	-0,062	0,154
	(1,693)*	(0,746)	(-2,079)**	(1,276)	(2,042)**	(-0,355)	(2,976)***	(0,004)	(-0,495)	3,074***
$ANA.B_{ij}$	33,371	0,012	-0,195	0,151	0,223	-0,024	0,293	0,010	-0,067	0,149
	(1,727)*	(0,115)	(-1,916)**	(1,371)*	(2,046)**	(-0,243)	(3,051)***	(0,059)	(-0,530)	3,003***
TOE_{ij}	25,562	-0,113	-0,214	0,178	0,231	-0,025	0,293	-0,007	-0,059	0,159
	(1,319)	(-1,087)	(-2,131)**	(1,621)*	(2,129)**	(-0,260)	(3,092)***	(-0,043)	(-0,472)	3,154***
MAN_{ij}	32,869	0,007	-0,197	0,154	0,225	-0,023	0,295	0,005	-0,066	0,149
	(1,771)*	(0,070)	(-1,971)**	(1,422)*	(2,052)**	(-0,236)	(3,088)***	(0,029)	(-0,515)	3,002***
AGI_{ij}	26,045	-0,154	-0,212	0,185	0,210	-0,019	0,298	0,005	-0,104	0,171
	(1,403)	(-1,645)*	(-2,140)**	(1,713)**	(1,944)**	(-0,201)	(3,175)***	(0,029)	(-0,822)	3,351***
$AGI.A_{ij}$	32,534	-0,002	-0,197	0,153	0,225	-0,024	0,294	0,005	-0,067	0,149
	(1,670)*	(-0,021)	(-1,964)**	(1,411)*	(2,041)**	(-0,243)	(3,054)***	(0,030)	(-0,529)	3,002***
$AGI.B_{ij}$	25,368	-0,112	-0,219	0,178	0,230	-0,012	0,307	-0,016	-0,078	0,160
	(1,312)	(-1,140)	(-2,162)**	(1,627)*	(2,123)**	(-0,125)	(3,221)***	(-0,099)	(-0,616)	3,169***
$AGI.C_{ij}$	28,834	-0,176	-0,197	0,165	0,177	-0,025	0,280	0,038	-0,118	0,178
	(1,589)	(-1,912)**	(-2,012)**	(1,553)*	(1,609)*	(-0,263)	(2,985)***	(0,238)	(-0,933)	3,473***
INK_{ij}	28,237	-0,067	-0,200	0,162	0,219	-0,034	0,309	0,009	-0,079	0,153
	(1,443)	(-0,643)	(-2,006)**	(1,496)*	(2,005)**	(-0,346)	(3,160)***	(0,054)	(-0,623)	3,055***
$INK.A_{ij}$	29,998	-0,038	-0,202	0,156	0,225	-0,026	0,303	0,016	-0,068	0,151
	(1,534)	(-0,393)	(-2,006)**	(1,447)*	(2,062)**	(-0,271)	(3,102)***	(0,095)	(-0,539)	3,022***
$INK.B_{ij}$	28,103	-0,072	-0,193	0,163	0,224	-0,029	0,309	-0,009	-0,087	0,153
	(1,445)	(-0,696)	(-1,936)**	(1,501)*	(2,055)**	(-0,297)	(3,175)***	(-0,057)	(-0,672)	3,064***
$INK.C_{ij}$	32,595	-0,001	-0,197	0,153	0,224	-0,024	0,294	0,005	-0,067	0,149
	(1,671)*	(-0,012)	(-1,969)**	(1,391)**	(2,031)**	(-0,235)	(3,084)***	(0,031)	(-0,526)	3,002***

Tabel 5.5: Multivariate regressieresultaten van de invloed van bedrijfsspecifieke determinanten op de voorspellingsnauwkeurigheid (N=115) (vervolg)

Deze tabel bevat de multivariate regressieresultaten van het volgende model:

$NKH_{ij} = \beta_0 + \beta_1 R\_CAT_{ij} + \beta_2 GRO_{ij} + \beta_3 VERLIES_{ij} + \beta_4 SCHULD_{ij} + \beta_5 IMAT_{ij} + \beta_6 WBR_{ij} + \beta_7 VAR\_AR_{ij} + \beta_8 SEC_{ij} + \beta_9 JR01 + \beta_{10} JR05 + \varepsilon$ (de jaardummies worden niet vermeld)

waarbij NKH_{ij}: de gemiddelde voorspellingsnauwkeurigheid van de financiële analisten die onderneming i volgen in jaar j+1; R_CAT_{ij}: de rapportering van de niet-financiële informatiecategorie CAT van onderneming i in jaar j met CAT = TOT: de geaggregeerde score van de mate van niet-financiële informatierapportering; ANA: analyse van bedrijfsinformatie door het management; ANA.A: redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in prestatiemaatstaven; ANA.B: trends die een effect hebben op de onderneming; TOE: toekomstgerichte informatie; MAN: informatie over het management en de aandeelhouders; AGI: achtergrondinformatie over de onderneming; AGI.A: doelstellingen en strategie; AGI.B: producten en diensten; AGI.C: commerciële belanghebbenden van de onderneming; INK: informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming; INK.A: humaan kapitaal; INK.B: interne structuur; INK.C: externe structuur; GRO_{ij}: de grootte van onderneming i in jaar j, $VERLIES_{ij}$: het feit of onderneming i verlieslatend is in jaar j; $SCHULD_{ij}$: de schuldgraad van onderneming i in jaar j; $IMAT_{ij}$: de immateriële bezittingen van onderneming i in jaar j; WBR_{ij}: de variabiliteit in de bedrijfsresultaten van onderneming i in jaar j; VAR_AR_{ij}: de variabiliteit in de aandelenrendementen van onderneming i in jaar j; SEC_i: de sector waartoe onderneming i behoort; JR01: jaar 2001; JR05: jaar 2005; ε : restterm

Deze tabel bevat de betacoëfficiënten met de t-waarden tussen haakjes; *** significant op 1% niveau; ** significant op 5% niveau; * significant op 10% niveau (1-zijdig voor de variabelen met een verwachte richting)

Het feit dat de rapportering van een aantal niet-financiële informatiecategorieën geen invloed heeft op de voorspellingsnauwkeurigheid kan verklaard worden doordat ondernemingen ook rekening moeten houden met de kwaliteit van de gerapporteerde gegevens vooraleer er een verbetering in de voorspellingsnauwkeurigheid zal optreden. Belgische ondernemingen dienen zich de vraag te stellen in welke mate zij effectief waarderelevante informatie opnemen in hun jaarverslag. Deze informatiebron wordt immers meer en meer gebruikt als een marketinginstrument om een goede indruk te wekken bij de investeerders, beleggers en analisten, maar bevat niet alle noodzakelijke informatie om de toekomstige bedrijfsresultaten van een onderneming correct te schatten.

Met betrekking tot de controlevariabelen besluiten we in tabel 5.5 dat de financiële analisten nauwkeurigere bedrijfsresultaten maken voor de grotere ondernemingen. Deze bevinding is in overeenstemming met de studies van onder meer Vanstraelen et al. (2003), Higgings (2002) en Lang en Lundholm (1996). Hierdoor wordt de hypothese 5.2a aanvaard.

De financiële analisten hebben meer moeite in het correct voorspellen van de toekomstige resultaten van verlieslatende ondernemingen. De onzekerheid die er is over de kwaliteit van de gerapporteerde financiële informatie zorgt ervoor dat de analisten grotere voorspellingsfouten maken. Deze bevindingen zijn consistent met hypothese 5.3a. De empirische studies van Bhat et al. (2006), Mande et al. (2003) en Hwang et al. (1996) vinden eveneens een negatieve impact van verlieslatende ondernemingen op de nauwkeurigheid van de voorspelde bedrijfsresultaten.

Verder kan op basis van tabel 5.5 een positieve relatie vastgesteld worden tussen de schuldgraad van een onderneming en de voorspellingsnauwkeurigheid. De financiële analisten hebben meer moeite met het schatten van het toekomstige bedrijfsresultaat bij ondernemingen die gekenmerkt worden met een hoger risicoprofiel. Deze relatie komt overeen met de bevindingen van Vanstraelen et al. (2003) en Hope (2003b). De empirische resultaten bevestigen de hypothese 5.4a.

De variabiliteit in de bedrijfsresultaten, een andere maatstaf van onzekerheid, vertoont in tabel 5.5 een positief verband met de grootte van de voorspellingsfouten. Hieruit concluderen we dat de voorspellingsnauwkeurigheid van de financiële analisten beter wordt naarmate het bedrijfsresultaat een vlakker verloop kent tussen twee boekjaren. Deze bevindingen zijn analoog aan de empirische resultaten van Bowen et al. (2002), Duru en Reeb (2002) en Basu et al. (1998). Deze empirische bevindingen zijn een bevestiging van hypothese 5.6a.

De overige variabelen hebben geen significant verband met de voorspellingsnauwkeurigheid. Zo maken de financiële analisten geen nauwkeurigere voorspellingen voor ondernemingen uit de hoogtechnologische sector of voor ondernemingen die verhoudingsgewijs meer immateriële vaste activa bezitten. Tevens is er geen betekenisvol verband tussen de variabiliteit in de aandelenrendementen en de nauwkeurigheid van de voorspellingen die de analisten maken. Hierdoor worden de hypothesen 5.5a, 5.7a en 5.8a niet ondersteund. De jaardummies vertonen eveneens geen betekenisvolle invloed.

Het is voor een onderneming belangrijker om te weten of de verstrekte informatie eerder een invloed heeft op de voorspellingsvariantie dan op de voorspellingsnauwkeurigheid. De voorspellingsnauwkeurigheid kan immers vooral bepaald worden door informatie die privaat ter beschikking gesteld wordt aan bepaalde financiële analisten, terwijl de voorspellingsvariantie eerder een indicatie geeft van de informatie die publiek ter beschikking is. Bovendien is het voor ondernemingen interessanter om te weten of de voorspellingsvariantie verkleint naarmate er meer gegevens publiek gerapporteerd worden, want zoals aangetoond in hoofdstuk 2, verkrijgen ondernemingen waarvan de voorspellingen van financiële analisten meer in overeenstemming zijn met elkaar een lagere kost van het eigen vermogen.

De invloed van bedrijfsgerelateerde kenmerken op de mate van voorspellingsvariantie wordt onderzocht voor een steekproef van 111 observaties voor de periode 2001-2005. De onderzoeksresultaten van de multivariate analyses zijn opgenomen in tabel 5.6. De kolom 'R_CAT' (kolom 3)

in deze tabel is de mate van de niet-financiële informatierapportering van een bepaalde informatiecategorie. Deze categorie is telkens in de eerste kolom vermeld.

De onderzoeksresultaten in tabel 5.6 tonen aan dat de voorspellingen van de financiële analisten meer in overeenstemming zijn met elkaar indien de ondernemingen meer inspanningen leveren in het vrijgeven van niet-financiële informatie. Deze conclusie dient wel voorzichtig benaderd te worden daar de relatie enkel op een niveau van 10% significant is. De bevindingen in tabel 5.6 tonen verder aan dat het vrijgeven van additionele toekomstgerichte informatie (categorie TOE), informatie over het management en de aandeelhouders (categorie MAN) en informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming (categorie INK) resulteert in een kleinere voorspellingsvariantie. Bij deze laatste rubriek is er een significant verband vast te stellen voor de rubrieken INK.B 'Interne structuur' en INK.C 'Externe structuur'.

Deze onderzoeksbevindingen ondersteunen de hypothese 5.1b dat de voorspellingsvariantie negatief gerelateerd is aan de hoeveelheid aan niet-financiële informatie die een onderneming vrijgeeft. Onze onderzoeksresultaten zijn hierbij analoog aan deze van Hope (2003b), Mensah et al. (2003), Barron et al. (1999) en Cho and Harter (1995) die ook een negatief verband vinden tussen de voorspellingsvariantie en de mate van rapportering van vrijwillige informatie. In tabel 5.6 stellen we vast dat de overige informatierubrieken geen invloed van betekenis hebben op de voorspellingsvariantie.

Voorts vertonen een aantal controlevariabelen een significante relatie met de voorspellingsvariantie. Zo zijn de financiële analisten onzekerder over de toekomstige bedrijfsresultaten van verlieslatende ondernemingen waardoor de voorspellingsvariantie groter is. Deze resultaten zijn in overeenstemming met de bevindingen van Irani en Karamanou (2003). We kunnen hierdoor de hypothese 5.3b aanvaarden.

Tabel 5.6: Multivariate regressieresultaten van de invloed van bedrijfsspecifieke determinanten op de voorspellingsvariantie (N=111)

	Constante	R_CAT_{ij}	GRO_{ij}	$VERLIES_{ij}$	$SCHULD_{ij}$	$IMAT_{ij}$	WBR_{ij}	VAR_AR_{ij}	SEC_i	R^2 F-waarde
TOT_{ij}	44,962	-0,170	0,040	0,265	0,157	-0,175	0,253	-0,040	-0,027	0,232
	(1,910)*	(-1,608)*	(0,395)	(2,359)**	(1,425)*	(-1,849)**	(2,754)***	(-0,357)	(-0,213)	4,324***
ANA_{ij}	32,288	-0,009	0,015	0,230	0,156	-0,177	0,279	0,003	-0,069	0,212
	(1,404)	(-0,097)	(0,149)	(2,017)**	(1,400)*	(-1,838)**	(3,048)***	(0,023)	(-0,556)	3,965***
$ANA.A_{ij}$	31,253	0,018	0,009	0,226	0,157	-0,180	0,277	-0,001	-0,068	0,213
	(1,389)	(0,187)	(0,092)	(2,019)**	(1,410)*	(-1,859)**	(3,004)***	(-0,010)	(-0,553)	3,968***
$ANA.B_{ij}$	35,703	-0,039	0,019	0,240	0,153	-0,179	0,275	-0,009	-0,063	0,213
	(1,456)	(-0,388)	(0,190)	(2,072)**	(1,365)*	(-1,865)**	(2,991)***	(-0,082)	(-0,500)	3,984***
TOE_{ij}	45,654	-0,162	0,037	0,261	0,138	-0,182	0,276	-0,038	-0,076	0,231
	(1,917)*	(-1,559)*	(0,366)	(2,327)**	(1,248)	(-1,917)**	(3,057)***	(-0,340)	(-0,618)	4,303***
MAN_{ij}	37,536	-0,127	0,011	0,241	0,167	-0,170	0,283	0,005	-0,043	0,226
	(1,664)*	(-1,350)*	(0,115)	(2,177)**	(1,505)*	(-1,787)**	(3,115)***	(0,042)	(-0,347)	4,218***
AGI_{ij}	39,948	-0,114	0,020	0,247	0,163	-0,189	0,270	-0,030	-0,038	0,223
	(1,720)*	(-1,195)	(0,206)	(2,207)**	(1,468)*	(-1,977)**	(2,965)***	(-0,262)	(-0,306)	4,163***
$AGI.A_{ij}$	39,696	-0,095	0,005	0,244	0,139	-0,175	0,262	-0,017	-0,057	0,219
	(1,662)	(-0,916)	(0,053)	(2,170)**	(1,233)	(-1,831)**	(2,817)***	(-0,149)	(-0,458)	4,081***
$AGI.B_{ij}$	37,554	-0,055	0,020	0,242	0,152	-0,187	0,272	-0,014	-0,060	0,215
	(1,529)	(-0,565)	(0,196)	(2,121)**	(1,358)*	(-1,924)**	(2,944)***	(-0,121)	(-0,485)	4,008***
$AGI.C_{ij}$	34,302	-0,112	0,015	0,222	0,187	-0,181	0,282	-0,008	-0,041	0,224
	(1,540)	(-1,222)	(0,147)	(2,007)**	(1,652)*	(-1,901)**	(3,103)***	(-0,069)	(-0,324)	4,172***
INK_{ij}	46,258	-0,161	0,023	0,255	0,154	-0,156	0,233	-0,030	-0,034	0,230
	(1,927)*	(-1,540)*	(0,229)	(2,285)**	(1,394)*	(-1,633)*	(2,441)***	(-0,271)	(-0,275)	4,295***
$INK.A_{ij}$	28,892	0,037	0,007	-0,225	0,162	-0,181	0,289	0,009	-0,071	0,213
	(1,227)	(0,383)	(0,072)	(2,022)**	(1,443)*	(-1,878)**	(3,037)***	(0,081)	(-0,573)	3,984***
$INK.B_{ij}$	47,101	-0,159	0,004	0,263	0,152	-0,175	0,240	-0,026	-0,013	0,230
	(1,938)*	(-1,515)*	(0,039)	(2,337)**	(1,381)*	(-1,850)**	(2,551)***	(-0,234)	(-0,103)	4,284***
$INK.C_{ij}$	46,750	-0,241	0,015	0,236	0,180	-0,144	0,256	-0,051	-0,039	0,258
	(2,077)**	(-2,484)***	(0,155)	(2,185)**	(1,654)*	(-1,561)*	(2,872)***	(-0,467)	(-0,326)	4,825***

Tabel 5.6: Multivariate regressieresultaten van de invloed van bedrijfsspecifieke determinanten op de voorspellingsvariantie (N=111) (vervolg)

Deze tabel bevat de multivariate regressieresultaten van het volgende model:

$VAR_{ij} = \beta_0 + \beta_1 R\_CAT_{ij} + \beta_2 GRO_{ij} + \beta_3 VERLIES_{ij} + \beta_4 SCHULD_{ij} + \beta_5 IMAT_{ij} + \beta_6 WBR_{ij} + \beta_7 VAR\_AR_{ij} + \beta_8 SEC_{ij} + \beta_9 JR01 + \beta_{10} JR05 + \varepsilon$ (de jaardummies worden niet vermeld)

waarbij VAR_{ij}: de voorspellingsvariantie van de financiële analisten die onderneming i volgen in jaar j+1; R_CAT_{ij}: de rapportering van de niet-financiële informatiecategorie CAT van onderneming i in jaar j met CAT = TOT: de geaggregeerde score van de mate van niet-financiële informatierapportering; ANA: analyse van bedrijfsinformatie door het management; ANA.A: redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in prestatiemaatstaven; ANA.B: trends die een effect hebben op de onderneming; TOE: toekomstgerichte informatie; MAN: informatie over het management en de aandeelhouders; AGI: achtergrondinformatie over de onderneming; AGI.A: doelstellingen en strategie; AGI.B: producten en diensten; AGI.C: commerciële belanghebbenden van de onderneming; INK: informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming; INK.A: humaan kapitaal; INK.B: interne structuur; INK.C: externe structuur; GRO_{ij}: de grootte van onderneming i in jaar j, $VERLIES_{ij}$: het feit of onderneming i verlieslatend is in jaar j; $SCHULD_{ij}$: de schuldgraad van onderneming i in jaar j; $IMAT_{ij}$: de immateriële bezittingen van onderneming i in jaar j; WBR_{ij}: de variabiliteit in de bedrijfsresultaten van onderneming i in jaar j; VAR_AR_{ij}: de variabiliteit in de aandelenrendementen van onderneming i in jaar j; SEC_i: de sector waartoe onderneming i behoort; JR01: jaar 2001; JR05: jaar 2005; ε : restterm

Deze tabel bevat de betacoëfficiënten met de t-waarden tussen haakjes *** significant op 1% niveau; ** significant op 5% niveau; * significant op 10% niveau (1-zijdig voor de variabelen met een verwachte richting)

Verder variëren de voorspellingen van financiële analisten sterker van elkaar naarmate een onderneming meer schulden heeft. De schuldgraad is immers een signaal van onzekerheid. Naarmate deze ratio toeneemt, worden deze ondernemingen als risicovoller beschouwd waardoor de verschillen tussen de voorspelde bedrijfsresultaten groter worden. Hope (2003b) vindt eveneens dat de schuldgraad van een onderneming een positieve invloed heeft op de voorspellingsvariantie van financiële analisten. Deze empirische bevindingen bevestigen hypothese 5.4b.

Consistent met de verwachtingen zijn de voorspellingen van financiële analisten meer met elkaar in overeenstemming bij het volgen van ondernemingen die verhoudingsgewijs meer immateriële activa bezitten. Dergelijke ondernemingen oefenen een grotere aantrekkingskracht uit op financiële analisten omwille van hun groei-opportuniteiten. Hierdoor stijgt de private informatieverstrekking waardoor de schattingen van analisten meer met elkaar in overeenstemming zijn. Deze bevinding geeft ondersteuning voor hypothese 5.5b. Het is wel opvallend dat de voorspellingsnauwkeurigheid (in tabel 5.5) niet significant beïnvloed wordt door deze variabele. Mogelijks is er bij deze ondernemingen sprake van een 'herding' effect waarbij sommige financiële analisten het voorspellingsgedrag van andere financiële analisten volgen.

De variabiliteit in het bedrijfsresultaat is significant verbonden aan de mate van voorspellingsvariantie. De voorspellingen van financiële analisten verschillen meer van elkaar naarmate de ondernemingen een grotere variabiliteit hebben in hun bedrijfsresultaten. Deze bevinding wordt verklaard door de hogere graad van onzekerheid die financiële analisten ervaren wanneer zij ondernemingen met variabele resultaten evalueren. Financiële analisten verkiezen een gelijklopend patroon in de bedrijfsresultaten omdat de toekomstige resultaten dan makkelijker te voorspellen zijn. De resultaten zijn in overeenstemming met eerdere studies van Hope (2003b), Irani en Karamanou (2003) en Barron et al. (1999). De hypothese 5.6b wordt op basis van de empirische resultaten ondersteund.

Een aantal variabelen vertonen evenwel geen betekenisvol verband. Zo stellen we in tabel 5.6 vast dat de grootte van een onderneming geen invloed heeft op de voorspellingsvariantie. Deze resultaten zijn analoog aan de bevindingen van Leuz (2003b), Barron et al. (1999) en Irani en Karamanou (2003). De sector speelt eveneens geen grote rol van betekenis in het bepalen van de voorspellingsvariantie. Kwon (2002) vindt daarentegen wel een betekenisvolle relatie. Tevens vertoont de standaardafwijking in de aandelenrendementen geen significant verband. De empirische resultaten geven dus geen ondersteuning voor de hypothese 5.2b., 5.7b en 5.8b. De jaardummies zijn eveneens niet significant.

Additionele analyses

In de toegepaste modellen voor het verklaren van de variantie in de voorspellingsnauwkeurigheid en de voorspellingsvariantie controleren we voor het probleem van endogeniteit door de introductie van dummy variabelen voor het jaar waarin de analyse plaatsvindt. Een andere manier is de introductie van een 'lag' variabele waarbij de historische voorspellingsnauwkeurigheid of historische voorspellingsvariantie geïntegreerd wordt. Indien we de voorspellingsvariantie/voorspellingsnauwkeurigheid voor het jaar 2001 als 'lag' variabele nemen, zijn de wijzigingen ten opzichte van het basismodel in de tabellen 5.5 en 5.6 minimaal. Zo wordt de voorspellingsnauwkeurigheid nog steeds niet beïnvloed door de mate van niet-financiële informatierapportering. We vinden wel dat de voorspellingen van de financiële analisten meer met elkaar in overeenstemming zijn naarmate er meer niet-financiële informatie verstrekt wordt. Deze onderzoeksresultaten gelden voor diverse niet-financiële informatiecategorieën, met name toekomstgerichte informatie, achtergrondinformatie over de onderneming en informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming (onder meer interne en externe structuur).

5.4 Conclusie

In dit hoofdstuk worden de empirische resultaten besproken van de mate waarin de rapportering van niet-financiële informatie een invloed heeft op de kwaliteit van de analistenvoorspellingen. Een samenvattend overzicht van de mate waarin bedrijfsspecifieke kenmerken een invloed hebben op de voorspellingsnauwkeurigheid en op de voorspellingsvariantie is weergegeven in tabel 5.7.

Tabel 5.7: Samenvattend overzicht van de invloeden op de voorspellingsnauwkeurigheid en de voorspellingsvariantie

	R_CAT_{ij}	GRO_{ij}	$VERLIES_{ij}$	$SCHULD_{ij}$	$IMAT_{ij}$	WBR_{ij}	VAR_AR_{ij}	SEC_i
Hypothese	**+**	**+**	**-**	**-**	**+**	**-**	**-**	**+**
NKH_{ij}	*	+	-	-		-		
Hypothese	**-**	**-**	**+**	**+**	**-**	**+**	**+**	**-**
VAR_{ij}	**		+	+	-	+		

Deze tabel bevat de invloeden van de bedrijfsspecifieke kenmerken R_CAT_{ij}: de rapportering van de niet-financiële informatiecategorie CAT van onderneming i in jaar j; GRO_{ij}: de grootte van onderneming i in jaar j, $VERLIES_{ij}$: het feit of onderneming i verlieslatend is in jaar j; $SCHULD_{ij}$: de schuldgraad van onderneming i in jaar j; $IMAT_{ij}$: de immateriële bezittingen van onderneming i in jaar j; WBR_{ij}: de variabiliteit in de bedrijfsresultaten van onderneming i in jaar j; VAR_AR_{ij}: de variabiliteit in de aandelenrendementen van onderneming i in jaar j; SEC_i: de sector waartoe onderneming i behoort op NKH_{ij}: de gemiddelde voorspellingsnauwkeurigheid van de financiële analisten die onderneming i volgen in jaar j+1 en op VAR_{ij}: de voorspellingsvariantie van de financiële analisten die onderneming i volgen in jaar j+1;
+: positieve significante invloed; -: negatieve significante invloed;
* enkel significant voor de informatiecategorie AGI.C: commerciële belanghebbenden van de onderneming;
** enkel significant voor de informatiecategorie TOT: de geaggregeerde score van de mate van niet-financiële informatierapportering, TOE: toekomstgerichte informatie, MAN: informatie over het management en de aandeelhouders, INK: informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming, INK.B: interne structuur en INK.C: externe structuur.

Op basis van onze empirische studie concluderen we dat het verstrekken van additionele niet-financiële informatie, met uitzondering van de categorie AGI.C, geen invloed heeft op de nauwkeurigheid van de toekomstige bedrijfsresultaten die door financiële analisten voorspeld worden (tabel 5.7). De reden hiervoor kan zijn dat ondernemingen ook oog moeten hebben voor de kwaliteit van de gerapporteerde informatie vooraleer financiële analisten in de mogelijkheid zijn om nauwkeurigere bedrijfsresultaten te voorspellen. We vinden wel dat

financiële analisten meer moeite hebben in het correct voorspellen van de toekomstige bedrijfsresultaten voor ondernemingen die omgeven zijn met meer risico's, zoals voor verlieslatende ondernemingen, kleinere ondernemingen of ondernemingen met een hogere schuldgraad.

Onze empirische resultaten tonen wel aan dat de voorspelde bedrijfsresultaten van de financiële analisten meer met elkaar in overeenstemming zijn naarmate een onderneming meer niet-financiële informatie vermeldt in het jaarverslag. Op basis van deze bevindingen kunnen we concluderen dat het rapporteren van meer niet-financiële informatie zinvol is voor de Belgische beursgenoteerde ondernemingen. De financiële analisten ervaren minder onzekerheid waardoor de voorspellingsvariantie kleiner wordt. Hierdoor kunnen ondernemingen voordelen realiseren, zoals onder meer een lagere kapitaalkost zoals we empirisch vastgesteld hebben in hoofdstuk 2. Verder vertonen een aantal variabelen die controleren voor het risicoprofiel van de onderneming de gewenste verbanden. Zo is de eensgezindheid bij financiële analisten kleiner voor verlieslatende ondernemingen, voor ondernemingen met een hogere schuldgraad en voor ondernemingen met een hogere variabiliteit in de bedrijfsresultaten.

De Belgische beursgenoteerde ondernemingen dienen er wel rekening mee te houden dat enkel de rapportering van bepaalde typen van niet-financiële informatie resulteert in een lagere voorspellingsvariantie. Zo vermindert de voorspellingsvariantie enkel bij het rapporteren van toekomstgerichte informatie, informatie over het management en de aandeelhouders en informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming.

Zoals toegelicht in hoofdstuk 3 zijn financiële analisten vragende partij voor meer toekomstgerichte informatie. Onze onderzoeksresultaten tonen dienaangaande aan dat de financiële analisten rekening houden met deze informatie wanneer ze de toekomstige bedrijfsresultaten voorspellen. Voorts besluiten diverse studies dat informatie over het intellectueel kapitaal belangrijker wordt om de waarde van een onderneming in te schatten. Onze resultaten geven de bevestiging dat de verschillen in de voorspellingen van de

financiële analisten kleiner zijn naarmate de ondernemingen vrijwillig meer informatie over het intellectueel kapitaal verschaffen. De verschillende informatie-items over het management en de aandeelhouders die ondernemingen verstrekken geven een idee over de kwaliteit van de corporate governance in een onderneming. Het significante verband tussen de rapportering van deze informatie en de voorspellingsvariantie is consistent met eerdere bevindingen van Byard et al. (2006).

De significante resultaten voor de voorspellingsvariantie duiden er op dat analisten minder onzekerheid voelen wanneer een onderneming meer moeite doet om publiek meer niet-financiële informatie te rapporteren. De insignificante resultaten tussen de voorspellingsnauwkeurigheid en de kwantiteit van de gerapporteerde informatie zijn minder belangrijk gezien een stijging in de voorspellingsnauwkeurigheid eerder het gevolg kan zijn van een toename in de informatie die aan enkele financiële analisten privaat ter beschikking wordt gesteld.

We dienen bij het interpreteren van onze onderzoeksresultaten wel rekening te houden met een aantal beperkingen. Ten eerste zorgt de beperkte steekproefgrootte ervoor dat de onderzoeksresultaten moeilijk veralgemeenbaar zijn. Het is dan ook interessant om bij toekomstig onderzoek ook de impact van niet-financiële informatie op de kwaliteit van de analistenvoorspellingen te onderzoeken in andere institutionele omgevingen.

Deze studie beperkt zich eveneens doordat enkel de relatie gelegd wordt tussen de hoeveelheid aan gerapporteerde informatie en de kwaliteitskenmerken van financiële analisten. Het is evenzeer van belang dat de kwaliteit van de gerapporteerde informatie wordt bestudeerd. Bovendien bestuderen we enkel de inhoud van jaarverslagen, terwijl financiële analisten ook andere informatiebronnen ter beschikking hebben. Hoewel de inhoud van jaarverslagen een goede benadering is voor de algemene rapporteringspolitiek van een onderneming, hebben jaarverslagen het nadeel zij hoofdzakelijk historische informatie bevatten. In een toekomstige studie kan dan ook onderzocht worden of ondernemingen die meer tijdige informatie vrijgeven nauwkeurigere

onderzoeksresultaten kunnen hebben. Hierbij kan onder meer gedacht worden aan informatie die verstrekt wordt in analistenpresentaties.

Een bijkomende beperking bij deze analyse is dat er geen directe controle uitgeoefend wordt voor de kwaliteit van de financiële informatie die ter beschikking gesteld wordt. Deze ontbrekende variabele kan een vertekening in de onderzoeksresultaten met zich meebrengen. We merken wel op dat de grootte van een onderneming die in het model opgenomen is, beschouwd kan worden als een benadering voor de kwaliteit van de financiële informatie.

Op basis van de beschikbare gegevens van de IBES databank is het onmogelijk om een onderscheid te maken tussen analisten die in België werkzaam zijn en analisten werkzaam in buitenlandse kantoren. In een verder onderzoek kan getracht worden om een onderscheid tussen beide financiële analisten te maken. Het is dienaangaande interessant om te onderzoeken of buitenlandse financiële analisten een ander gedrag vertonen ten aanzien van niet-financiële informatie dan de Belgische financiële analisten. Bovendien kan dan aangetoond worden of dezelfde voorspellingsnauwkeurigheid en voorspellingsvariantie bekomen worden door de buitenlandse financiële analisten als door de Belgische financiële analisten.

Deel III: De vraag naar vrijwillige niet-financiële informatie op de Belgische informatiemarkt: het standpunt van de Belgische financiële analist

In deel III wordt de vraag naar niet-financiële informatie bestudeerd bekeken vanuit het standpunt van de Belgische sell-side financiële analisten. In deel I werd reeds vastgesteld dat financiële analisten ervoor kunnen zorgen dat ondernemingen een lagere kapitaalkost verkrijgen. Indien de financiële analisten minder onzekerheid ervaren in het voorspellen van de toekomstige bedrijfsresultaten, kunnen ondernemingen genieten van een lagere kostprijs van het eigen vermogen. Financiële analisten zijn dan ook belangrijke belanghebbenden voor een onderneming omdat zij een sterke invloed hebben op de investeerders.

In deel I werd eveneens toegelicht dat financiële analisten informatie nodig hebben van de onderneming om de toekomstige waarde van de onderneming in te schatten. Beaver (2002) stelt dat financiële analisten niet enkel financiële, maar ook niet-financiële informatie dienen te gebruiken voor het maken van hun analyses. Het is daarom interessant om na te gaan in welke mate de Belgische financiële analisten rekening houden met niet-financiële informatie omdat het belang van deze informatie sterk toegenomen is gedurende het voorbije decennium.

Vooraleer de onderzoeksresultaten naar het gebruik van niet-financiële informatie door de Belgische financiële analisten worden toegelicht, bestuderen we in hoofdstuk 6 de demografische kenmerken van de Belgische sell-side financiële analist alsook het belang dat deze analisten hechten aan de verschillende communicatiekanalen die ondernemingen ter beschikking hebben om informatie te verstrekken. De onderzoeksresultaten zijn vooral van belang voor de ondernemingen zodat zij het geschikte kanaal kiezen om hun informatie te verspreiden.

De mate waarin de Belgische sell-side financiële analisten gebruik maken van niet-financiële informatie wordt onderzocht door middel van een inhoudsanalyse van analistenrapporten – dit is het verslag opgesteld door de sell-side financiële analist waarin de financiële toestand van een onderneming wordt toegelicht - en door middel van een survey. De empirische onderzoeksresultaten worden besproken in hoofdstuk 7. In dit hoofdstuk wordt ook onderzocht of er in de tijd een evolutie waar te nemen valt in het gebruik van niet-financiële informatie door de financiële analisten.

Diverse redenen kunnen aangehaald worden waarom een dergelijke studie nuttig is. Vooreerst zijn bedrijfsmanagers geïnteresseerd in de mate waarin financiële analisten daadwerkelijk gebruikmaken van de niet-financiële informatie die zij op vrijwillige basis verstrekken. Het effectief functioneren van de informatiemarkt wordt immers bepaald door de mate waarin financiële analisten aandacht schenken aan de niet-financiële informatie die ondernemingen rapporteren. Zoals aangehaald kunnen ondernemingen voordelen genereren bij het rapporteren van relevante informatie op vrijwillige basis (Lang et al., 2003; Richardson en Welker, 2001; Sengupta, 1998). Daarnaast kunnen Belgische financiële analisten het eigen gebruik van niet-financiële informatie vergelijken met deze van hun collega's. Verder is een dergelijke studie van belang voor de andere groepen van gebruikers (bv. kredietverschaffers of investeerders) zodat zij hun (niet-financiële) informatiegebruik kunnen vergelijken met het (niet-financiële) informatiegebruik van één van de belangrijkste gebruikers van informatie (Schipper, 1991).

In hoofdstuk 8 trachten we meer inzicht te verkrijgen in de mate waarin het gebruik van niet-financiële informatie door de Belgische financiële analist verklaard kan worden door hetzij bedrijfsspecifieke, hetzij analistspecifieke determinanten. Bedrijfsspecifieke invloeden zijn gerelateerd aan kenmerken verbonden aan de onderneming zelf, terwijl analistspecifieke invloeden verbonden zijn aan de financiële analist, zoals zijn ervaring of het aantal gevolgde ondernemingen.

In hoofdstuk 9 wordt tenslotte onderzocht of het gebruik van niet-financiële informatie een invloed heeft op de voorspellingsnauwkeurigheid van de financiële analist. Volgens Beaver (2002) heeft de academische literatuur te weinig aandacht geschonken aan de mate waarin het gebruik van informatie van niet-financiële aard een verklaring kan zijn voor de nauwkeurigheid en de variantie van de voorspellingen. Een dergelijke studie is nuttig voor beursgenoteerde ondernemingen zodat zij hun informatieverstrekking kunnen afstemmen op de informatie-items die een invloed hebben op de nauwkeurigheid van de analistenvoorspellingen. Daarnaast is het voor financiële analisten ook interessant om weten of het nuttig is om niet-financiële informatie te raadplegen. Bovendien kunnen regelgevende instanties rekening houden met deze onderzoeksresultaten voor het opstellen van informatieverplichtingen of aanbevelingen.

Hoofdstuk 6: De kenmerken van de Belgische sell-side financiële analist en de werking van de Belgische informatiemarkt

In dit hoofdstuk bespreken we de demografische kenmerken van de Belgische sell-side financiële analist, alsook het belang dat deze analisten hechten aan de verschillende informatiebronnen en wijze waarop zij de werking van de Belgische informatiemarkt beoordelen. Zoals reeds toegelicht in hoofdstuk 1 geven sell-side financiële analisten financieel advies aan particuliere en institutionele investeerders (of fondsenbeheerders). Zij voeren hoofdzakelijk fundamentele onderzoeken uit, waarbij de waarde van de beursgenoteerde onderneming geschat wordt op basis van een analyse van de beschikbare informatie (Jorge en Rees, 1998). Deze analyse van de onderneming wordt samen met een advies neergeschreven in een analistenrapport.

In dit hoofdstuk bestuderen we onder meer het belang dat financiële analisten hechten aan de verschillende informatiebronnen die zij kunnen raadplegen voor het vergaren van informatie. Deze bronnen hebben hun oorsprong binnen de onderneming zelf zoals het jaarverslag of de tussentijdse financiële staten. Hierbij merken we op dat de wijze waarop ondernemingen informatie verstrekken aan hun belanghebbenden gedurende de voorbije decennia sterk gewijzigd is. Oorspronkelijk beperkte de informatieverstrekking door ondernemingen zich aldus vaak tot het vrijgeven van saaie zwart-witte jaarverslagen. Daarbij werd het opstellen van de jaarrekening aanzien als een jaarlijks wettelijk opgelegd karwei, en was het jaarverslag een in hoofdzaak wettelijk voorgeschreven document wiens enige doel was om de aandeelhouders te voorzien van bestuursinformatie. De toegenomen ingewikkeldheid van het bedrijfscommunicatieproces heeft echter het management aangezet om het potentieel van het jaarverslag als belangrijk public relations- en marketinginstrument uit te buiten. Gedurende de laatste 30 jaren hebben ondernemingen daarom in toenemende mate vrijwillige informatie opgenomen en meer fantasierijke en creatieve presentatietechnieken toegepast. Steeds meer ondernemingen illustreren aldus hun jaarverslagen met grafieken, tabellen en kleurrijke foto's. Bovendien heeft, anno 2007, elk zichzelf respecterende

onderneming een flashy website waarop zij hun investeerders, klanten en andere doelgroepen informatie verschaffen. De jaarresultaten worden gepresenteerd in analistenpresentaties die rechtstreeks te volgen zijn via de website van de ondernemingen. Er worden zelfs heuse beleggersdagen georganiseerd waarbij investeerders onder meer een rondleiding krijgen in de vestigingen van de ondernemingen. Vele beursgenoteerde bedrijven laten geen opportuniteit onbenut om hun diverse belanghebbenden te informeren. De vraag kan echter gesteld worden of de inspanningen die ondernemingen zich getroosten wel de moeite waard zijn. De centrale onderzoeksvraag in dit hoofdstuk is de volgende:

> *Welke informatiebronnen vinden Belgische financiële analisten belangrijk?*

Hierbij wordt in het bijzonder aandacht geschonken aan het belang dat de Belgische sell-side financiële analisten hechten aan jaarverslagen omdat we deze informatiebron bestudeerd hebben in deel II als benadering voor de niet-financiële informatierapportering van een onderneming.

Voorts wordt in dit hoofdstuk ook de mening van de Belgische sell-side financiële analisten onderzocht over de werking van de Belgische informatiemarkt. Het AICPA (1994) moedigt dergelijke studies aan omdat er weinig geweten is over deze materie. Zoals besproken in hoofdstuk 1 is een efficiënte informatiemarkt immers een voorwaarde voor een efficiënte kapitaalmarkt, waardoor het nuttig is om na te gaan in welke mate de Belgische financiële analisten de werking van de Belgische informatiemarkt beoordelen.

In een eerste sectie worden enkele studies toegelicht die het belang van de verschillende informatiebronnen onderzocht hebben. De tweede sectie licht de onderzoeksopzet toe, waarna in de derde sectie de empirische onderzoeksresultaten uiteengezet worden.

6.1 Bevindingen uit de literatuur

Ondernemingen dienen het geschikte communicatiekanaal te kiezen voor het verstrekken van informatie. Diverse studies hebben reeds bij financiële analisten gepeild naar de belangrijkheid van de verschillende informatiebronnen voor het verzamelen van bedrijfsinformatie. Veel van deze bronnen zijn te situeren binnen de onderneming zelf. Dienaangaande kan bijvoorbeeld gedacht worden aan het jaarverslag, de gesprekken met het management of de tussentijdse financiële staten. Daarnaast verzamelen financiële analisten informatie over de onderneming bij de belanghebbende partijen van deze onderneming zoals de klanten, de leveranciers of de collega financiële analisten. Tabel 6.1 geeft een samenvattend overzicht van eerder uitgevoerde onderzoeken die het belang van de verschillende informatiebronnen voor financiële analisten onderzocht hebben. Deze studies passen alle de surveymethode toe.

Uit tabel 6.1 kan afgeleid worden dat het meest recente jaarverslag één van de belangrijkste informatiebronnen is voor financiële analisten. Zowel in de tijd als in de geografische spreiding blijken er geen grote verschillen te bestaan. In verschillende studies (Graham et al., 2002a; Ho en Wong, 2001a; Abu-Nasser en Rutherford, 1996; Vergoossen, 1993; Arnold en Moizer, 1984; Chang et al., 1983) worden jaarverslagen zelfs als de belangrijkste informatiebron bestempeld. Jaarverslagen worden vaak gebruikt omdat deze documenten verduidelijking verschaffen over de wijze waarop de gegevens in de jaarrekening dienen geïnterpreteerd te worden. Bovendien bevatten jaarverslagen bijkomende informatie van niet-financiële, kwalitatieve en toekomstgerichte aard (Eccles en Mavrinac, 1995). Voorts zijn jaarverslagen eenvoudig raadpleegbaar omdat ze publiek beschikbaar zijn.

Tabel 6.1: Literatuuroverzicht over het belang van de verschillende informatiebronnen voor financiële analisten

Auteur	Jaar (publicatie)	Informatiebronnen													
		Meest recente jaarverslag	Directe communicatie met het management	Bedrijfsbezoeken	Analistenpresentaties	Tussentijdse staten	Prospectus	Persberichten van de onderneming	Dag- en weekbladen	Macro-economische indicatoren	Rapporten van andere analisten	Sectorstatistieken	Oudere jaarverslagen	Discussie met collega-financiële analisten	Tips en geruchten
Chang et al. (VS)[a]	1983	1	3			4	2	6	7		5				
Chang et al. (VK)[a]	1983	2	1			4	3	6	5		7				
Chang et al. (Nieuw-Zeeland)[a]	1983	1	3			2	5	4	6		7				
Arnold en Moizer (202 analisten uit het VK)	1984	1	3			2			4	5	6	7			
Vergoossen (67 analisten uit Nederland)	1993	1	2			3	5	4	6	8	10	7	9		
Eccles en Mavrinac (VS)[a]	1995	3	1		4			2							
Abu-Nasser en Rutherford (20 analisten uit Jordanië)	1996	1	2	2					6	3	5			4	7
Blij (21 analisten uit Nederland)	2001	5	1	2	3	5	6	7			9	4	8		
Ho en Wong (92 analisten uit Hong Kong)	2001	1	2	2			3	3	6	4	5	8		7	
Graham et al. (34 analisten uit de VS)	2002	1			2				4		3				
Glaum en Friedrich (25 analisten uit Duitsland en het VK)	2006	2	1	4	3			5	6			7		8	

Legende: 1 = belangrijkste informatiebron, 2 = 2de belangrijke informatiebron, enz.; blanco = niet opgenomen in de studie; in sommige studies worden bepaalde bronnen als één bron beschouwd (bv. de studie van Ho en Wong (2001a) die de directe communicatie met het management en bedrijfsbezoeken als één bron beschouwd)

[a] Deze studies geven geen informatie over het aantal analisten in de steekproef.

Meer specifiek vindt Vergoossen (1993) dat jaarverslagen door 73% van de financiële analisten geraadpleegd wordt voor het onderbouwen van de investeringsadviezen. Daarnaast gebruikt 46% van de financiële analisten de informatie in jaarverslagen voor het nemen van investeringsbeslissingen en 32% van de analisten voor het verkrijgen van een algemene oriëntatie van de onderneming. Gelijkaardige resultaten worden gevonden door Blij (2001). Abu-Nassar en Rutherford (1996) concluderen dat 40% van de analisten jaarverslagen als belangrijk tot zeer belangrijk beschouwt voor het ondersteunen van adviezen, terwijl 15% van de analisten deze documenten amper van nut acht voor het onderbouwen van hun adviezen. De resterende analisten hebben een eerder gematigde houding ten aanzien van het nut van jaarverslagen voor deze activiteit.

Ondanks het feit dat jaarverslagen een belangrijke bron van informatie zijn voor financiële analisten, worden deze rapporten ook bekritiseerd. Zo concludeert Day (1986) op basis van expertinterviews bij 15 financiële analisten dat het jaarverslag een zeer belangrijk document is, maar dat de hierin opgenomen informatie niet aanzien kan worden als tijdige informatie. Jaarverslagen worden immers slechts één keer per jaar gepubliceerd waardoor een overgrote meerderheid van de hierin opgenomen informatie historische informatie is. Een informatie-element wordt door de FASB niet meer als tijdig beschouwd wanneer deze informatie de capaciteit verliest om een invloed uit te oefenen op de investeringsbeslissing (Ashbaugh et al., 1999). Rogers en Grant (1997) vinden dat een financiële analist slechts de helft van de benodigde informatie kan terugvinden in jaarverslagen. Hoogendoorn en Mertens (2001) stellen zelfs vast dat jaarverslagen voor slechts 26% voldoen aan de behoeften van financiële analisten. Het gevolg hiervan is dat analisten eveneens andere bronnen raadplegen voor het verkrijgen van informatie over de onderneming.

Ondernemingen spelen in op de vraag om informatie via andere kanalen dan het jaarverslag ter beschikking te stellen. Zo stelt García-Meca (2005) vast dat ondernemingen gegevens over het intellectueel kapitaal via de directe contacten vermelden aan investeerders en financiële analisten. Deze beslissing wordt ingegeven door de beperkingen van de publieke communicatiekanalen (in casus

jaarverslagen), de aard van de informatie en de voorkeur om dergelijke informatie via private weg te verspreiden (Holland, 2001).

Financiële analisten zijn steeds op zoek naar tijdige en relevante informatie over bijvoorbeeld de wijzigingen in het marktaandeel, de introductie van nieuwe producten, de kwaliteit van de producten of het intellectueel eigendom (García-meca, 2005; Clatworthy en Jones, 1999; Eccles en Mavrinac, 1995). De wens naar meer tijdige informatie verklaart het belang van de directe communicatie met het management als informatiebron, zoals aangetoond wordt in diverse studies (o.m. Ho en Wong, 2001a; Abu-Nassar en Rutherford, 1996; Vergoossen, 1993; Arnold en Moizer, 1984). De analisten die deel uitmaken van de onderzoeken van Glaum en Friedrich (2006), Blij (2001) en Eccles en Mavrinac (1995) beschouwen de directe communicatie met het management zelfs als de belangrijkste bron van informatie. Analisten contacteren managers voor het verkrijgen van informatie over de prestaties van de voorbije periode, over de toekomstige plannen en de doelstellingen of over de redenen voor wijzigingen in de financiële toestand van de onderneming (Arnold en Moizer, 1984). Bovendien kan het management van de onderneming via deze bron belangrijke informatie verstrekken die niet via publieke communicatiekanalen gerapporteerd kan worden omwille van concurrentiële beperkingen. Een nadeel van deze informatiebron is evenwel de beperkte beschikbaarheid van dit communicatiekanaal (Blij, 2001) en de hogere kosten die hieraan verbonden zijn in vergelijking met jaarverslagen (Arnold en Moizer, 1984). Ho en Wong (2001) besluiten daarom dat het jaarverslag en de directe communicatie complementaire informatiebronnen zijn. Verder vermoeden Arnold en Moizer (1984) dat financiële analisten het belang van de directe communicatie met het management onderwaarderen daar zij niet beschuldigd willen worden van het verkrijgen van insider informatie.

Het gegeven dat financiële analisten nood hebben aan tijdige informatie verklaart eveneens de grote belangstelling die zij vertonen voor de tussentijdse financiële staten. Verschillende onderzoeken (o.m. Vergoossen, 1993; Arnold en Moizer, 1984; Chang et al., 1983) bestempelen de kwartaalverslagen of de halfjaarlijkse verslagen als de tweede of de derde belangrijkste informatiebron.

Volgens Kanto en Schadewitz (2000) bevatten tussentijdse verslagen nieuwe niet-gepubliceerde informatie, maar de mate van detail is evenwel kleiner dan in jaarverslagen.

Verder blijken bedrijfsbezoeken veel informatie te bezorgen aan financiële analisten. Deze informatiebron wordt als tweede belangrijkste informatiebron beschouwd in de studies van Abu-Nassar en Rutherford (1996), Blij (2001) en Ho en Wong (2001a). Daarnaast krijgen ook analistenpresentaties veel aandacht (Glaum en Friedrich, 2006; Blij, 2001). García-meca (2005) stelt dat ondernemingen analistenvergaderingen gebruiken als een manier om vrijwillige gegevens te verstrekken over onder meer het intellectueel kapitaal van de onderneming. Analistenpresentaties zijn eveneens nuttig voor het toelichten van gegevens die in de jaarrekening zijn opgenomen, voor het verantwoorden van het gevoerde beleid van de onderneming en voor het verduidelijken van de toekomstplannen. Bovendien zijn de financiële analisten in de mogelijkheid om bijkomende inlichtingen te vragen op een informele wijze (García-meca, 2005). Verder vinden bedrijfsbezoeken en analistenpresentaties plaats in een eerder informele sfeer waarbij meer diepgaande analyses gemaakt kunnen worden dan via publieke informatiebronnen (Holland, 1998; Marston, 1996).

Een andere informatiebron kan de website van de onderneming zijn. De voordelen van deze bron zijn dat de kosten en de tijd nodig om informatie te verspreiden kleiner zijn, dat er meer gegevens verschaft kunnen worden in vergelijking met jaarverslagen en dat er meer belanghebbenden aangesproken kunnen worden (Bushee et al., 2003; Hurtt et al., 2001; Ashbaugh et al., 1999; Lymer, 1999). Bovendien verhoogt de tijdigheid waarmee de gegevens verschaft kunnen worden (Levine en Smith, 2003; Ashbaugh et al., 1999). Het internet biedt ondernemingen nieuwe mogelijkheden om de traditionele manier van communicatie aan investeerders en andere belanghebbenden te verbeteren, te verhogen of te vervangen (Marston en Polei, 2004). Ondanks het feit dat ondernemingen al geruime tijd bedrijfsinformatie verschaffen via websites, is er tot op heden nog geen enkele studie geweest die het belang van deze informatiebron bij financiële analisten onderzocht heeft.

Uit de studies opgenomen in tabel 6.1 is ook af te leiden dat financiële analisten de minste aandacht hechten aan informatie afkomstig van andere bronnen dan de onderneming zelf. Zo is er weinig belangstelling voor de analistenrapporten opgesteld door collega-analisten (Glaum en Friedrich, 2006; Blij, 2001; Vergoossen, 1993). Daarnaast hechten financiële analisten ook weinig belang aan sectorstatistieken en aan de financiële berichten uit dag- en weekbladen (Glaum en Friedrich, 2006; Ho en Wong, 2001a; Blij, 2001; Vergoossen, 1993). Het gefragmenteerde en enigszins historisch karakter van de informatie opgenomen in dag- en weekbladen is de voornaamste reden voor het mindere gebruik van deze bronnen.

Fogarty en Rogers (2005) benadrukken voorts het belang van goede contacten tussen de financiële analist en de diverse belanghebbenden van de onderneming zoals leveranciers, klanten of overheidsinstanties. Volgens deze auteurs schatten financiële analisten de toekomstige bedrijfsresultaten nauwkeuriger in indien zij betere contacten onderhouden met deze derde partijen. Bouwman et al. (1987) concluderen op basis van een protocolanalyse dat financiële analisten de klanten en de concurrenten van de onderneming als belangrijke informatiebronnen beschouwen. Graham et al. (2002a) vinden eveneens dat gegevens afkomstig van andere bedrijven actief in dezelfde sector meer gebruikt worden dan gegevens van de financiële pers, maar in mindere mate dan het jaarverslag, de tussentijdse verslagen of de onderzoeken van andere analisten.

Zoals toegelicht in voorgaande paragrafen bestempelen financiële analisten het jaarverslag van de onderneming als één van de belangrijkste informatiebronnen. In de studies opgenomen in tabel 6.1 (met uitzondering van Eccles en Mavrinac, 1995) wordt daarom specifiek gevraagd om het belang van de verschillende onderdelen van een jaarverslag aan te geven. De resultaten zijn opgenomen in tabel 6.2. Hierbij dient echter opgemerkt te worden dat het belang van de diverse onderdelen van een jaarverslag tussen de landen onderling kan verschillen tengevolge van afwijkingen in wettelijke voorschriften, in gewoontes of in praktijken van ondernemingen.

Tabel 6.2: Literatuuroverzicht over het belang van de verschillende onderdelen van het jaarverslag voor financiële analisten

Auteur	Jaar (publicatie)	Delen van het jaarverslag											
		Geconsolideerde resultatenrekening	Toelichting over de geconsolideerde jaarrekening	Geconsolideerde balans	Directieverslag	Kasstromentabel	Historisch overzicht van de prestaties	Enkelvoudige balans	Enkelvoudige resultatenrekening	Rapport van de auditor	Aandeelhoudersinformatie	Brief van de voorzitter	Achtergrondinformatie over managers en bestuurders
Chang et al. (VS)[a]	1983	1	4	2	6	3	5			7		8	
Chang et al. (VK)[a]	1983	1	5	1	4	3	8			7		6	
Chang et al. (Nieuw-Zeeland)[a]	1983	1	7	2	5	4	3			8		6	
Arnold en Moizer (202 analisten uit het VK)	1984	1		2	5	3				4			
Vergoossen (67 analisten uit Nederland)	1993	1	3	2	4	5	6	7	8	9			
Abu-Nasser en Rutherford (20 analisten uit Jordanië)	1996	1	3	2	7	3	6			5			
Blij (21 analisten uit Nederland)	2001	2	1	2	6	4	5	8	9	10	7		
Ho en Wong (92 analisten uit Hong Kong)	2001	1	4	2	3	5	7			6		8	9
Graham et al. (34 analisten uit de VS)	2002	1	4	2	5	3							
Glaum en Friedrich (25 analisten uit Duitsland en het VK)	2006	1	3	4	5	2							

Legende: 1 = belangrijkste informatiebron, 2 = 2de belangrijke informatiebron, enz.; blanco = niet opgenomen in de studie

[a] Deze studies gaven geen informatie over het aantal analisten in de steekproef.

Op basis van tabel 6.2 kan geconcludeerd worden dat de financiële staten de belangrijkste onderdelen zijn in een jaarverslag voor financiële analisten. In de meeste onderzoeken behoren de balans en de resultatenrekening tot de twee belangrijkste onderdelen van een jaarverslag. De studie van Glaum en Friedrich (2006) is de enige studie waarbij de bevraagde financiële analisten de balans op een vierde plaats rangschikken. Uit tabel 6.2 kan verder opgemaakt worden dat de kasstromentabel en de toelichting eveneens vaak geraadpleegd worden door

financiële analisten, maar in mindere mate dan de balans en de resultatenrekening. Zo stellen Ho en Wong (2001a), Vergoossen (1997) en Chang et al. (1983) vast dat de analisten het directieverslag belangrijker vinden dan de kasstromentabel of de toelichting.

Van de resterende onderdelen die aan bod komen in het jaarverslag wordt het meeste belang gehecht aan het directieverslag (of het verslag van de raad van bestuur). Dit onderdeel bevat hoofdzakelijk niet-financiële informatie. Glaum en Friedrich (2006) tonen aan dat het directieverslag voor financiële analisten van minder belang is dan de financiële staten ondanks het feit dat het directieverslag het enige document is waarin toekomstgerichte informatie opgenomen is. De analisten verantwoorden dit resultaat doordat zij reeds eerder op de hoogte zijn van de meeste informatie opgenomen in dit verslag en dit via de rechtstreekse contacten met het management. Verder kan op basis van tabel 6.2 geconstateerd worden dat financiële analisten de minste aandacht hebben voor het verslag van de auditor, de aandeelhoudersinformatie, de brief van de voorzitter en achtergrondinformatie over de managers en de bestuurders.

De studies die een andere onderzoeksmethode dan de survey toegepast hebben – en niet opgenomen zijn in tabel 6.2 - vinden eveneens dat de financiële staten van een jaarverslag de meest geraadpleegde onderdelen zijn. Aldus concludeert Govindarajan (1980) op basis van een inhoudsanalyse van analistenrapporten dat analisten vooral informatie gebruiken afkomstig van de resultatenrekening. Previts et al. (1994) komen tot een gelijkaardige conclusie. Biggs (1984) vindt op basis van een protocolanalyse bij 11 financiële analisten dat zij zowel informatie uit de resultatenrekening als uit de balans belangrijk vinden. Daarnaast gebruiken financiële analisten ook informatie die opgenomen is in het kasstromenoverzicht. Een zelfde besluit wordt vastgesteld door Breton en Taffler (2001).

6.2 Onderzoeksopzet

Wij onderzoeken ook in Belgische context de mate waarin de Belgische sell-side financiële analisten gebruik maken van de verschillende informatiekanalen voor het vergaren van informatie over de onderneming. Hiervoor werd in 2005 een vragenlijst verstuurd naar alle Belgische sell-side financiële analisten actief in één van de volgende 7 Belgische beursvennootschap die in België werkzaam zijn: Bank Degroof, Delta Lloyd, Dexia, Fortis, ING, KBC en Petercam. Het gebruik van een vragenlijst (of een survey) voor het verzamelen van data heeft als voordeel dat er directe contacten gelegd kunnen worden met de respondenten waardoor het gedrag van de financiële analisten in de informatiemarkt rechtstreeks geobserveerd wordt. Anderzijds heeft de surveymethode het nadeel dat de respondenten mogelijks sociaal aanvaardbare antwoorden geven. We stuurden zowel een Nederlandstalige als een Engelstalige versie van de vragenlijst op naar de financiële analisten. In bijlage 2 is de Nederlandstalige versie opgenomen.

De vragenlijst bestaat uit vier delen. Het eerste deel peilt naar de demografische kenmerken van de financiële analist, zoals zijn of haar ervaring of het aantal ondernemingen dat hij of zij volgt. Het tweede deel bevat zeven stellingen over de werking van de Belgische informatiemarkt waarbij de financiële analisten middels een vijfpunten Likert-schaal (gaande van 1= helemaal akkoord tot 5= helemaal niet akkoord) hun mening kenbaar dienen te maken. In de vragenlijst wordt er concreet gepeild naar de mate waarin financiële analisten tevreden zijn over de hoeveelheid en de kwaliteit van de informatie die ondernemingen rapporteren, de mate waarin de analisten van mening zijn dat de informatieverplichtingen voldoende zijn voor hun informatiebehoeften en de mate waarin zij vinden dat er al dan niet bijkomende wetgevende initiatieven genomen moeten worden om ondernemingen te verplichten tot het rapporteren van meer informatie. Tot slot peilen twee stellingen naar de belangrijkheid van niet-financiële informatie voor de financiële analisten.

Het derde deel geeft een lijst van verschillende informatiebronnen waarop de respondenten gevraagd worden om de mate van belangrijkheid aan te duiden op een vijfpunten Likert-schaal (gaande van 1= helemaal belangrijk tot 5= helemaal niet belangrijk). Het vierde deel van de enquête bevat een lijst van

niet-financiële informatie-items waarbij de financiële analist, eveneens op een Likert schaal, de mate van gebruik dient aan te geven. De onderzoeksresultaten met betrekking tot de eerste delen worden toegelicht in dit hoofdstuk. Hoofdstuk 7 bespreekt de onderzoeksbevindingen van de mate van het gebruik van niet-financiële informatie.

Voor het verkrijgen van een zo hoog mogelijke responsiegraad werden de verantwoordelijken van de afdeling van sell-side financiële analisten van elk van de zeven beursvennootschappen benaderd met de vraag tot medewerking. Deze verantwoordelijken verdeelden vervolgens zelf de vragenlijsten bij de financiële analisten of ze stelden de contactgegevens ter beschikking waarna de financiële analisten zelf benaderd werden. In totaal werden 49 sell-side financiële analisten gecontacteerd (zie tabel 6.3). Dit aantal stemt overeen met de volledige populatie van sell-side financiële analisten die werkzaam waren in België op het ogenblik van afname van de enquête. De enquête werd ingevuld door 31 financiële analisten, wat overeenstemt met 63% van de totale populatie. Een overzicht van het aantal financiële analisten dat werkzaam is bij elke financiële instelling en het aantal respondenten per financiële instelling is weergegeven in tabel 6.3.

Tabel 6.3: Verdeling van de populatie en de respondenten per financiële instelling

Financiële instelling	Aantal analisten in de populatie	Aantal respondenten
Fin. instelling **A**	6	6 (100%)
Fin. instelling **B**	12	8 (67%)
Fin. instelling **C**	6	3 (50%)
Fin. instelling **D**	9	6 (67%)
Fin. instelling **E**	2	1 (50%)
Fin. instelling **F**	6	2 (33%)
Fin. instelling **G**	8	5 (63%)
Totaal	49	31 (63%)

Tabel 6.3 toont aan dat de responsiegraad vrij hoog is voor elke financiële instelling, met uitzondering van financiële instelling F. In deze instelling waren een aantal financiële analisten nog maar enkele maanden in dienst, waardoor de

contactpersoon het niet zinvol vond om de enquête ook door hen in te laten vullen.

6.3 Onderzoeksresultaten

Dit onderdeel bespreekt eerst enkele demografische kenmerken van de Belgische sell-side financiële analisten. Vervolgens worden de resultaten besproken van de mate waarin Belgische financiële analisten gebruik maken van de diverse informatiebronnen. Hierbij zal tevens antwoord gegeven worden over de relevantie van jaarverslagen als informatiebron. In een derde sectie worden een aantal bevindingen besproken die betrekking hebben op de perceptie van de Belgische financiële analist over de werking van de Belgische informatiemarkt.

6.3.1 Demografische kenmerken

Tabel 6.4 presenteert een aantal beschrijvende statistieken met betrekking tot de demografische kenmerken van de respondenten.

Tabel 6.4: Demografische kenmerken van de Belgische sell-side financiële analisten (N=31)

	Gemid-delde	Min.	Max.	Standaard-afwijking
Leeftijd	35,24	26	48	5,30266
Aantal jaren ervaring als financiële analist	7,45	1	26	4,88425
Aantal jaren ervaring bij huidige werkgever	5,18	0	21	4,70598
Aantal gevolgde Belgische ondernemingen	6,68	2	15	3,97817
Aantal gevolgde buitenlandse ondernemingen	1,58	0	11	2,39129
Totale aantal gevolgde ondernemingen	8,23	2	15	3,73907

Op basis van de gegevens in tabel 6.4 kan vastgesteld worden dat de gemiddelde leeftijd 35 jaar bedraagt, met een minimum leeftijd van 26 jaar en een maximum leeftijd van 48 jaar. Deze gemiddelde leeftijd is vrij jong in vergelijking met de analisten werkzaam op de Amerikaanse kapitaalmarkten. Zo bedraagt de gemiddelde leeftijd van de Amerikaanse analisten die de vragenlijst verstuurd door Moyes et al. (2001), respectievelijk Moyes et al. (1997) invullen

49, respectievelijk 47 jaar. Het verschil in gemiddelde leeftijd met de Britse analisten is kleiner gegeven een gemiddelde leeftijd van 37 jaar (Moyes et al., 2001). Ook de Taiwanese respondenten zijn ongeveer even oud met een gemiddelde leeftijd van 33 jaren (Moyes et al., 1997).

Een Belgische analist heeft gemiddeld 7,5 jaar ervaring als sell-side financiële analist, met een minimum van 1 jaar en een maximum van 26 jaar. Ter vergelijking: een Amerikaanse analist heeft een gemiddelde ervaring van 16 jaar en een Taiwanese analist heeft een gemiddelde ervaring van 5,5 jaar (Moyes et al., 1997). De Nederlandse sell-side financiële analist heeft met een gemiddelde van 7 jaar een even lange ervaring als de Belgische analist (Blij, 2001). De gemiddelde ervaring bij de huidige financiële instelling bedraagt 5 jaar, met een minimum van 0 en een maximum van 21 jaar.

Een Belgische sell-side financiële analist volgt gemiddeld 8 ondernemingen met een minimum van 2 en een maximum van 15 ondernemingen. Dit aantal is iets meer dan het gemiddeld aantal ondernemingen (namelijk 5 tot 6) die de 25 sell-side analisten uit Duitsland en het Verenigd Koninkrijk volgen (Glaum en Friedrich, 2006), maar kleiner dan het aantal ondernemingen gevolgd door Nederlandse analisten (Blij, 2001).

Van de ondernemingen die door Belgische financiële analisten worden geëvalueerd, zijn gemiddeld 6 bedrijven van Belgische oorsprong, terwijl 2 bedrijven in het buitenland gevestigd zijn. Deze gemiddelden zijn wel vertekend omdat slechts 15 van de 31 respondenten buitenlandse ondernemingen analyseert. Dit aantal is kleiner in vergelijking met de studie van Vergoossen (1993) die vaststelt dat 76% van de financiële analisten buitenlandse ondernemingen analyseert. De Belgische financiële analisten die één of meer buitenlandse ondernemingen analyseren, volgen gemiddeld 3 ondernemingen van buitenlandse oorsprong.

Bij de resultaten opgenomen in tabel 6.4 kan tevens toegevoegd worden dat een overgrote meerderheid van de sell-side financiële analisten mannen zijn. De populatie van analisten telt slechts 6 vrouwen (11,8% van de populatie),

waarvan er 4 de vragenlijst terugstuurden (12,9% van de respondenten). Met uitzondering van één respondent hebben alle respondenten de Belgische nationaliteit. Het feit dat vrouwen ondervertegenwoordigd zijn in dit beroep is niet enkel een Belgisch fenomeen. Moyes et al. (2001) komen eveneens tot deze vaststelling.

Tabel 6.5 bevat enkele gegevens over het opleidingsniveau van de Belgische financiële analisten die de enquête ingevuld hebben.

Tabel 6.5: Het opleidingsniveau van de Belgische sell-side financiële analisten (N=31)

Opleiding	Aantal respondenten	
BASISDIPLOMA:		
Universitair		**27**
Economische richting	21	
Niet-economische richting	6	
Niet-universitair		**3**
Economische richting	3	
Geen antwoord		**1**
BIJKOMEND DIPLOMA:		
Analistenopleiding		**20**
BVFA	9	
CFA	11	
CIAA	3	
EFFAS	1	
Post-universitair		**8**
MBA	4	
Andere	4	

Tabel 6.5 geeft weer dat een ruime meerderheid, namelijk 27 van de 31 respondenten (87%), een universitaire opleiding voltooid hebben, 3 analisten volgden een opleiding op hogeschool niveau en 1 analist beantwoordde deze vraag niet. Van de 27 analisten met een universitaire achtergrond hebben 21 analisten een diploma behaald binnen een economisch georiënteerd domein, namelijk (toegepaste) economische wetenschappen of handelsingenieur, 3 analisten hebben een diploma burgerlijk ingenieur, 2 analisten een diploma wiskunde en 1 analist een diploma van ingenieur bouwkunde. De 3 analisten met een hogeschooldiploma hebben allen een economisch georiënteerde studie voltooid. Deze resultaten impliceren dat 81% van de respondenten een

economische achtergrond heeft. Chang et al. (1983) vinden in hun studie dat 90% van de respondenten een economische richting gevolgd heeft.

Bijkomend hebben 8 financiële analisten (26%) een postuniversitaire opleiding gevolgd. Meer specifiek hebben 4 analisten een MBA diploma behaald, 2 analisten een supplementaire opleiding financiële wetenschappen, 1 analist een opleiding in tax en 1 analist een bijkomende opleiding in verzekeringen.

Financiële analisten kunnen tevens een specifieke opleiding volgen voor het uitoefenen van het beroep van financiële analist. Tabel 6.5 toont aan dat 20 (65%) van de 31 respondenten een specifieke analistenopleiding volgden. De twee meest gevolgde cursussen worden ingericht door de Certified Financial Analysts Institute (CFA Institute) en de Belgische Vereniging van Financiële analisten (BVFA). De CFA-opleiding is een internationale opleiding die over meerdere jaren georganiseerd wordt en waarbij een groter aantal topics aangeboden worden in vergelijking met de cursus van de BVFA. Uit de bevindingen van tabel 6.5 blijkt dat 4 van de 20 analisten zelfs meerdere specifieke analistenopleidingen gevolgd hebben.

We vroegen ook aan de financiële analisten om op een Likert-schaal de mate van gebruik aan te duiden van drie analysemethoden: de fundamentele analyse, de ratioanalyse en de technische analyse (cfr. hoofdstuk 1). De scores variëren van 1 (altijd gebruikt) tot 5 (nooit gebruikt). Des te kleiner de gemiddelde score is, des te vaker de analysemethode gebruikt wordt. De onderzoeksresultaten zijn opgenomen in tabel 6.6.

Tabel 6.6: De waarderingsmethoden die gebruikt worden door de Belgische sell-side financiële analisten (N=31)

Waarderingsmethode	Wilcoxon rank test (p-waarde)	Gemiddelde rang	Gemiddelde	Standaard-afwijking
Fundamentele analyse	**0,020**	1,3387	1	0,00
Ratioanalyse	**0,000**	1,6613	1,45	0,77
Technische analyse		3,000	4,26	0,73
Kendall's Coefficient of Concordance: W = 0,934, p-waarde = 0,000				

Zoals vastgesteld kan worden in tabel 6.6 passen financiële analisten het vaakst de fundamentele waarderingsmethode toe wanneer zij ondernemingen analyseren. Dit resultaat is in overeenstemming met de bevindingen uit de literatuur. Een gemiddelde score van 1 wordt bekomen hetgeen erop wijst dat alle financiële analisten de fundamentele methode 'altijd' toepassen. De dominante rol van deze waarderingsmethode is gerelateerd aan de taakomschrijving van sell-side financiële analisten waarbij analisten een grondige analyse dienen te maken van de onderneming. De ratioanalyse is de tweede meest gebruikte analysemethode met een gemiddelde score van 1,45. Deze methode wordt eveneens 'vaak' toegepast door de financiële analisten, maar in mindere mate dan de fundamentele analyse. De technische analyse is een waarderingsmethode die weinig of niet gebruikt wordt door de sell-side financiële analisten. Deze laatste techniek wordt immers meer toegepast door buy-side financiële analisten.

6.3.2 Het belang van de informatiebronnen

De onderzoeksresultaten van de mate waarin Belgische financiële analisten de verschillende informatiebronnen belangrijk vinden bij het analyseren van ondernemingen zijn opgenomen in tabel 6.7. De informatiebronnen zijn gerangschikt van het meest belangrijke naar het minst belangrijke. Hierbij kan alvast gesteld worden dat er overeenstemming is in de antwoorden van de 31 respondenten. Dit blijkt met name uit de significante waarde van de Kendall's coefficient of Concordance test. De tabel bevat ook de resultaten van de Wilcoxon Rangorde test die de verschillen in antwoorden tussen de opeenvolgende informatiebronnen analyseert. Een significante waarde duidt erop dat deze informatiebron significant meer gebruikt wordt dan de volgende informatiebron. Zo stellen we in tabel 6.7 bijvoorbeeld vast dat financiële analisten de tussentijdse rapporteringsstaten (rangorde 2) significant belangrijker vinden dan de analistenpresentaties (rangorde 3).

Tabel 6.7: De belangrijkheid van informatiebronnen voor de Belgische sell-side financiële analisten (N=31)

Informatiebron	Gemiddelde[1]	Gemiddelde rang[2]	Rangorde	Standaardafwijking	Wilcoxon rank test (p-waarde)
Directe communicatie met het management	1,16	1,32	1	0,38	0,705
Tussentijdse rapporteringsstaten	1,19	1,48	2	0,40	0,000***
Jaarverslagen	1,39	2,06	3	0,56	0,011**
Analistenpresentaties	1,42	2,16	4	0,62	0,046**
Bedrijfsbezoeken	1,68	3,77	5	0,75	0,320
Andere bedrijfspublicaties [3]	1,84	4,19	6	0,69	0,796
Informatie van concurrenten	1,94	4,51	7	0,81	0,637
Sectorstatistieken	1,97	5,26	8	0,71	0,536
Informatie op de website van de onderneming	2,06	5,81	9	0,73	0,026**
Informatie van klanten en leveranciers	2,55	7,94	10	1,06	0,645
Macro-economische informatie	2,58	8,19	11	0,86	0,349
Media	2,81	9,16	12	0,95	0,462
Tips en geruchten	2,94	9,65	13	0,77	0,882
Discussie met collega's	2,94	10,26	14	0,96	0,268
Financiële analisten andere beursvennootschappen	3,16	10,74	15	0,86	

Kendall's Coefficient of Concordance: W = 0,265, p-waarde = 0,000

[1] Gemiddelde: de gemiddelde score op de antwoorden die de financiële analisten gegeven hebben. Deze score gaat van 1 = altijd gebruikt tot 5 = nooit gebruikt.

[2] Gemiddelde rang: de gemiddelde plaats van belangrijkheid die de financiële analisten toewijzen aan elke informatiebron op basis van de antwoorden die analisten gegeven hebben.

[3] Voorbeelden van andere bedrijfspublicaties zijn persberichten, nieuwsbrieven of de prospectus

Uit tabel 6.7 concluderen we voorts dat de directe communicatie met het management de belangrijkste informatiebron is, gevolgd door de tussentijdse financiële staten. Deze twee informatiebronnen worden opvallend meer geraadpleegd door de Belgische sell-side financiële analisten dan de andere informatiebronnen. Het jaarverslag blijkt gemiddeld de derde belangrijkste informatiebron te zijn, en wordt significant meer gebruikt dan de

analistenpresentaties die de vierde belangrijkste bron zijn. Deze onderzoeksresultaten zijn gelijkaardig aan de resultaten van studies zoals Blij (2001), Eccles en Mavrinac (1995) of Chang et al (1983).

Verder vergaren Belgische sell-side financiële analisten veel informatie door het afleggen van bedrijfsbezoeken en door het raadplegen van andere bedrijfspublicaties. De belangrijkste informatiebron die niet rechtstreeks gerelateerd is aan de onderneming, is de informatie die verstrekt wordt door de concurrenten. Informatiebronnen die minder belangrijk zijn, zijn de contacten met collega's van zowel de eigen beursvennootschap als van andere beursvennootschappen, de tips en de geruchten en de media zoals dag- en weekbladen.

Het is echter opvallend dat financiële analisten de website van de onderneming beschouwen als een minder belangrijke informatiebron, hetgeen mogelijkerwijze verantwoord wordt doordat de verstrekte informatie zeer divers en niet-geauditeerd is. Bovendien kan de beperkte kwaliteit van de verstrekte informatie op een Belgische website (cfr. tabel 2.5) een oorzaak zijn voor het mindere gebruik. Nochtans blijkt in de literatuur dat financiële analisten websites raadplegen voor het verkrijgen van bedrijfsinformatie. Hodge en Pronk (2006) vinden bijvoorbeeld dat 12% van alle bezoekers van een website van een beursgenoteerde onderneming financiële analisten zijn. Hiermee zijn financiële analisten, na de werknemers, de tweede belangrijkste belangengroep die de website consulteren. De resultaten van deze studie kunnen wel enigszins vertekend zijn doordat de data geregistreerd worden net na de bekendmaking van de kwartaalcijfers. In onze studie vinden we verder dat financiële analisten weinig belang hechten aan de klanten en de leveranciers als informatiebronnen voor het verkrijgen van informatie over de gevolgde onderneming. Fogarty en Rogers (2005) en Bouwman et al. (1987) vinden wel dat financiële analisten behoorlijk wat aandacht schenken aan deze informatiebronnen.

Uit bovenstaande bevindingen leiden we af dat ook in België de jaarverslagen één van de belangrijkste informatiebronnen zijn voor sell-side financiële analisten. In een open vraag werden de respondenten gevraagd om het meest

belangrijke onderdeel van het jaarverslag aan te geven. De resultaten zijn samengevat in tabel 6.8.

Tabel 6.8: De belangrijkheid van de verschillende onderdelen van het jaarverslag voor de Belgische sell-side financiële analisten (N=31)

Onderdeel van het jaarverslag	Aantal meldingen[1]
Toelichting[1]	21
Balans en resultatenrekening[1 2]	16
Vooruitzichten	2
Directieverslag	1
Kasstromentabel	1
Algemene marktinformatie	1

[1] Vijf analisten vermelden als belangrijkste onderdeel het financiële luik of de financiële staten. De assumptie wordt gemaakt dat deze analisten zowel de balans en resultatenrekening als de toelichting bedoelen waardoor deze analisten zowel bij 'Toelichting' als bij 'Balans en resultatenrekening' zijn opgenomen.
[2] Geen enkele analist maakt een onderscheid tussen de balans en de resultatenrekening waardoor beide staten samengenomen worden.

Op basis van het aantal keren dat een onderdeel vermeld wordt, blijkt dat de toelichting enerzijds en de balans en de resultatenrekening anderzijds de voornaamste onderdelen zijn. Deze onderzoeksresultaten komen grotendeels overeen met de bevindingen uit de literatuur, hoewel de bevraagde analisten van de meeste studies, met uitzondering van de bevraagde analisten in Blij (2001), de toelichting niet op de eerste plaats rangschikken. Slechts één analist vindt het directieverslag het belangrijkste onderdeel, terwijl twee analisten de toekomstverwachtingen of de vooruitzichten als belangrijkste deel van het jaarverslag beschouwen. Vermeldenswaard is dat de kasstromentabel door slechts één analist aangehaald wordt als meest belangrijkste onderdeel van het jaarverslag. Dit resultaat wordt mogelijks verklaard doordat de kasstromentabel op het moment van afname van de enquête geen verplicht onderdeel vormde van de jaarrekening.

6.3.3 De werking van de Belgische informatiemarkt

De perceptie van de Belgische sell-side financiële analisten over de werking van de informatiemarkt wordt onderzocht middels een aantal stellingen waarop de analisten hun mening dienen aan te geven middels een vijfpunten Likert-schaal. De analisten hebben tevens de mogelijkheid hun mening niet kenbaar te maken. Bij de verwerking van de gegevens worden drie categorieën weerhouden. Het aantal antwoorden van de twee uiterste antwoordmogelijkheden worden telkens samengeteld (bijvoorbeeld het aantal antwoorden bij helemaal akkoord worden samengeteld met het aantal antwoorden bij akkoord). De bevindingen voor elke stelling zijn opgenomen in tabel 6.9.

Tabel 6.9: De mening van de Belgische sell-side financiële analisten over de werking van de Belgische informatiemarkt (N=31)

Stelling		Akkoord	Neutraal	Niet akkoord	Geen mening
1.	Ik ben tevreden over de kwantiteit van de informatieverstrekking.	15 (48%)	10 (32%)	6 (20%)	0
2.	Ik ben tevreden over de kwaliteit van de informatieverstrekking.	15 (48%)	12 (39%)	4 (13%)	0
3.	De kwaliteit van de informatieverstrekking is gedurende de laatste jaren verbeterd	26 (93%)	2 (7%)	0 (0%)	3
4.	De huidige informatieverplichtingen voldoen aan mijn informatiebehoeften.	12 (40%)	11 (37%)	7 (23%)	1
5.	Wetgevende instanties dienen ondernemingen meer informatie-verplichtingen op te leggen.	15 (52%)	12 (41%)	2 (7%)	2
6.	Financiële informatie is belangrijker dan niet-financiële informatie.	11 (36%)	10 (32%)	10 (32%)	0
7.	Het belang van financiële informatie is verminderd ten voordele van niet-financiële informatie.	4 (16%)	9 (36%)	12 (48%)	6

Uit de antwoorden opgenomen in tabel 6.9 kan geconcludeerd worden dat de helft van de respondenten tevreden tot heel tevreden is over de kwantiteit en de kwaliteit van de informatieverstrekking door de Belgische ondernemingen. Slechts een beperkt aantal analisten is hierover ontevreden terwijl een omvangrijke groep van analisten een neutrale houding aanneemt. Op basis van een significante spearmans' rho coëfficiënt wordt eveneens vastgesteld dat de analisten die tevreden zijn over de kwantiteit van de informatieverstrekking eveneens tevreden zijn over de kwaliteit ervan.

De bevindingen in tabel 6.9 geven verder aan dat 93% van de financiële analisten van oordeel is dat ondernemingen inspanningen geleverd hebben tot het verbeteren van de kwaliteit van de informatieverstrekking (stelling 3). Deze resultaten zijn een indicatie dat de informatiemarkt op het moment van afname van de vragenlijst beter functioneert dan een aantal jaren voordien. Het is bovendien opmerkelijk dat geen enkele financiële analist de mening toegedaan is dat de kwaliteit van de verstrekte informatie verminderd is. Het is tevens een bevestiging van de onderzoeksresultaten van hoofdstuk 4 waarbij een toename in de rapportering van niet-financiële informatie werd vastgesteld over de periode 2001-2005.

Het feit dat de kwaliteit van de verschafte informatie verhoogd is, is echter geen garantie dat de informatiebehoeften van de financiële analisten eveneens bevredigd zijn. In stelling 4 wordt daarom gepeild naar de mate waarin de huidige informatieverplichtingen tegemoet komen aan de informatiebehoeften van de financiële analisten. Uit de bevindingen van tabel 6.9 kunnen geen duidelijke conclusies getrokken worden. Zo vindt 40% van de respondenten dat de huidige informatieverplichtingen voldoende zijn, 37% heeft een neutrale mening en 23% van de respondenten is van oordeel dat de huidige informatieverplichtingen ontoereikend zijn. De antwoorden op deze stelling zijn sterk gecorreleerd met de mate waarin de financiële analisten tevreden zijn over de kwaliteit en de kwantiteit van de informatieverstrekking. Naarmate analisten meer tevreden zijn, zijn zij eerder van oordeel dat de huidige informatieverplichtingen volstaan. Een behoorlijk aantal financiële analisten zijn echter niet overtuigd dat de informatie die ondernemingen verplicht dienen te verstrekken, volstaat. De conclusie die hieruit getrokken kan worden, is dan ook dat het voor ondernemingen nuttig is om informatie op vrijwillige basis te verschaffen.

Op de vraag of de wetgevende instanties meer verplichtingen dienen op te leggen (stelling 5), blijkt uit tabel 6.9 dat 15 respondenten (52%) een dergelijk initiatief ondersteunen. Twee financiële analisten zijn tegenstander van een toename in de informatieverplichtingen voor beursgenoteerde ondernemingen.

Deze bevindingen zijn negatief gerelateerd met de mate van tevredenheid over de informatieverstrekking door Belgische ondernemingen (stelling 1 en 2). Naarmate financiële analisten meer ontevreden zijn, is er een stijgende vraag naar meer informatieverplichtingen.

Additioneel bij deze vijfde stelling over de vraag naar meer informatieverplichtingen, werd in een open vraag gepolst naar welke informatie sell-side financiële analisten wenselijk achten. Dienaangaande halen de respondenten aan dat ze voornamelijk meer gesegmenteerde informatie wensen over de prestaties per divisie en/of per regio. Verder wordt de nadruk gelegd op het verstrekken van actuele en tijdige informatie en dit in de vorm van gedetailleerde tussentijdse verslagen op kwartaalbasis of op halfjaarlijkse basis. Momenteel zijn Belgische beursgenoteerde ondernemingen enkel verplicht tot het verschaffen van halfjaarlijkse cijfers, terwijl kwartaalcijfers niet verplicht zijn. Een aantal financiële analisten wenst dat ondernemingen ook verplicht kwartaalinformatie rapporteren. Voorts verlangen sommige analisten meer niet-financiële informatie te bezitten over de vooruitzichten, de doelstellingen, de beïnvloedende factoren van de markt waarin de ondernemingen actief zijn, de concurrenten en het marktaandeel.

Een volgende stelling (stelling 6) informeert naar het belang van niet-financiële informatie ten opzichte van financiële informatie. Zoals opgemaakt kan worden uit tabel 6.9, is er geen éénduidige conclusie te trekken gezien 11 analisten (36%) financiële informatie belangrijker vinden en 10 analisten (32%) niet-financiële informatie belangrijker vinden. Een omvangrijke groep van analisten (32%) vindt dat het ene informatietype niet belangrijker is dan het andere. Deze bevinding is interessant, te meer omdat de meerderheid van de niet-financiële informatie, informatie is die vrijwillig door een onderneming gerapporteerd wordt. Bovendien zijn er voor dit type van informatie geen standaarden vastgelegd, waardoor deze informatie moeilijk te vergelijken is tussen de verschillende ondernemingen.

Ondanks het gegeven dat financiële analisten vinden dat niet-financiële informatie belangrijk is en voor sommige analisten zelfs belangrijker dan financiële informatie, blijkt dat het belang van niet-financiële informatie ten

opzichte van financiële informatie niet toegenomen is in de tijd (stelling 7). Hierbij dient echter wel opgemerkt te worden dat een behoorlijk aantal sell-side financiële analisten geen mening hebben over deze stelling. Dit antwoord wordt vooral verkregen van analisten met een beperkt aantal jaren ervaring.

6.4 Conclusie

In dit hoofdstuk wordt een overzicht gegeven van de karakteristieken van de Belgische sell-side financiële analist, het belang van diverse informatiebronnen en de indruk die Belgische sell-side analisten hebben over de werking van de Belgische informatiemarkt. De onderzoeksresultaten tonen aan dat financiële analisten de benodigde informatie in eerste instantie vergaren bij de onderneming zelf en dat de externe communicatiekanalen in mindere mate geraadpleegd worden. In overeenstemming met de meeste buitenlandse studies wordt gevonden dat zowel de directe communicatie met het management als de jaarverslagen belangrijke informatiebronnen zijn. Daarnaast hechten financiële analisten veel belang aan tussentijdse financiële rapporten, bedrijfsbezoeken en analistenpresentaties. Er wordt minder aandacht geschonken aan informatiebronnen die niet rechtstreeks verbonden zijn aan de onderneming zoals dag-en weekbladen, analistenrapporten van collega-financiële analisten of geruchten. Het is ook opvallend dat er weinig belangstelling is voor de website van de onderneming.

Verder zijn de bevraagde financiële analisten gematigd tevreden over de kwantiteit en de kwaliteit van de verstrekte informatie door Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Bovendien vinden analisten dat de kwaliteit ervan sterk verbeterd is gedurende de voorbije jaren. Eén van de oorzaken voor de gematigde tevredenheid is dat de verplichtingen die opgelegd worden aan de ondernemingen in een vrij grote mate volstaan voor de informatiebehoeften van de financiële analisten. Desalniettemin zijn een behoorlijk aantal financiële analisten van oordeel dat ondernemingen best wat meer informatie verplicht mogen rapporteren. Financiële analisten zijn vooral vragende partij voor meer verplichte financiële informatie zoals segmentinformatie, terwijl er slechts een

beperkte vraag is naar meer verplichtingen voor niet-financiële informatie. Een aantal financiële analisten vinden onder meer dat niet-financiële informatie over de vooruitzichten van de ondernemingen, de doelstellingen van de onderneming en de sector waartoe de onderneming behoort, verplicht gerapporteerd moet worden. Op de vraag welk type van informatie, financieel of niet-financieel, het belangrijkste is, zijn de meningen verdeeld. Sommigen zijn van oordeel dat financiële informatie primeert, terwijl anderen de omgekeerde mening zijn toegedaan.

Hoofdstuk 7: Het gebruik van vrijwillige niet-financiële informatie door sell-side financiële analisten

In hoofdstuk 3 concluderen we dat de Belgische beursgenoteerde ondernemingen meer niet-financiële informatie verschaft hebben gedurende de periode 2001-2005. Deze bevindingen impliceren echter niet dat de financiële analisten de gerapporteerde niet-financiële informatie gebruiken in het beoordelingsproces van een onderneming. Financiële analisten maken enkel gebruik van bepaalde informatie indien deze informatie nuttig is voor het maken van economische beslissingen (McKinnon, 1984; Staubus, 1961).

Het onderzoek naar het gebruik van bedrijfsinformatie door de deelnemers van de kapitaalmarkt kan in twee niveaus ingedeeld worden. Het eerste niveau is het 'indirecte' niveau waarbij bepaalde informatie als gebruikt beschouwd wordt wanneer deze informatie een invloed heeft op de beurskoers of het verhandelde volume van aandelen. Aboody en Lev (1998) en Lev en Sougiannis (1996) vinden bijvoorbeeld dat het activeren van ontwikkelingskosten een positieve invloed heeft op de beurskoers van een onderneming. Deze studies besluiten dan ook dat investeerders gebruik maken van de informatie over de geactiveerde ontwikkelingskosten. Bij de 'indirecte' methode wordt er dan ook gebruik gemaakt van secundaire databronnen (bijvoorbeeld beurskoersen) om een idee te krijgen van de mate waarin een deelnemer op de kapitaalmarkt gebruik maakt van bepaalde informatie. Deze indirecte onderzoeksmethode heeft als nadeel dat er interpretatiefouten kunnen ontstaan daar de gebruikers verschillende informatie-items ter beschikking hebben (Blij, 2001; Arnold en Moizer, 1984).

Het tweede niveau of het 'directe' niveau inventariseert de informatie die de deelnemers aan de kapitaalmarkt (investeerders, financiële analisten,…) daadwerkelijk gebruiken. Hierbij wordt toepassing gemaakt van directe onderzoeksmethoden zoals enquêtes die gericht zijn tot de gebruikers van bedrijfsinformatie. Volgens Aboody en Lev (1998) zijn dergelijke onderzoeken van belang daar enkel kwantitatieve studies die de waarderelevantie van

informatie testen ontoereikend zijn om al dan niet te beslissen of investeerders en financiële analisten bepaalde informatie relevant vinden en gebruiken.

Of Belgische financiële analisten gebruik maken van niet-financiële informatie wordt onderzocht middels twee directe onderzoeksmethoden: de inhoudsanalyse van analistenrapporten en de survey. Hierdoor zijn we in de mogelijkheid om de nadelen van de ene onderzoeksmethode te compenseren met de voordelen van de andere onderzoeksmethode. Het gevolg hiervan is dat de onderzoeksresultaten aan betrouwbaarheid winnen. De toepassing van twee onderzoekstechnieken in dezelfde studie voor dezelfde populatie werd nog nooit toegepast in eerder onderzoek. Ofwel werd er enkel een inhoudsanalyse van analistenrapporten uitgevoerd, zoals onder meer in Flöstrand (2006), Nielsen (2005) of Rogers en Grant (1997), ofwel werd er enkel een survey toegepast zoals onder meer in Ho en Wong (2004), Barker (1999) of Dempsey et al. (1997).

De informatie-index die wij aanwenden voor beide onderzoeksmethoden, is dezelfde die we gebruikt hebben bij de analyse van de jaarverslagen. Hierdoor zijn we in de mogelijkheid om het aanbod van informatie te vergelijken met de vraag naar informatie. De bespreking van deze analyses komen aan bod in hoofdstuk 10. De informatie-index die we in dit hoofdstuk gebruiken is dus gebaseerd op de aanbevelingen uitgevaardigd door de AICPA (1994) en de FASB (2001). De informatie-indices die toegepast worden in eerdere studies naar het gebruik van niet-financiële informatie door financiële analisten zijn eerder divers te noemen. Enkel de onderzoeken van Nielsen (2005) en Rogers en Grant (1997) maken gebruik van de index die wij toepassen in ons onderzoek. Nielsen (2005) analyseert evenwel de analistenrapporten opgesteld voor één onderneming, terwijl wij de analistenrapporten opgesteld voor meerdere ondernemingen bestuderen. Rogers en Grant (1997) bestuderen analistenrapporten opgesteld voor Amerikaanse ondernemingen en in een periode waarbij niet-financiële informatie minder belangrijk was. Diverse studies zoals García-meca en Martinez (2007) en Flöstrand (2006) onderzoeken het gebruik van informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming. De items die aan bod komen in deze studies zijn dan ook gelijkaardig als de items

over het intellectueel kapitaal van de onderneming die in onze informatiecategorie opgenomen zijn.

De doelstelling van dit hoofdstuk is om zowel aan de hand van de survey als aan de hand van een inhoudsanalyse van analistenrapporten additioneel inzicht te verwerven over het gebruik van niet-financiële informatie door de Belgische analisten voor de Belgische ondernemingen die zij volgen. De survey wordt uitgevoerd in 2005. De inhoudsanalyse van analistenrapporten gebeurt in drie perioden: 2002, 2004 en 2006. Voor elk jaar bestuderen we de inhoud van analistenrapporten, zodat we in de mogelijkheid zijn om mogelijke trends in het gebruik van niet-financiële informatie te detecteren. In hoofdstuk 3 concludeerden we reeds dat de Belgische ondernemingen meer inspanningen geleverd hebben tot het verstrekken van niet-financiële informatie in jaarverslagen, onder meer omwille van de toegenomen relevantie van deze gegevens in de waardering van ondernemingen. Het is dan ook interessant om onderzoeken of één van de gebruikers van de door de ondernemingen gerapporteerde informatie, met name de financiële analist, eveneens in de tijd meer aandacht schenkt aan niet-financiële informatie. We stellen dan ook de volgende centrale onderzoeksvraag voorop:

> *In welke mate gebruiken Belgische sell-side financiële analisten over de periode 2002-2006 vrijwillige niet-financiële informatie?*

Een dergelijk onderzoek naar het gebruik van niet-financiële informatie is nuttig omdat we dan kunnen aantonen of het zinvol is voor ondernemingen om additionele gegevens vrij te geven. Deze studie is interessant omdat er ook onderzocht kan worden of financiële analisten gebruik maken van bepaalde informatie die ondernemingen niet publiek verstrekken (Beaver, 2002; AICPA, 1994).

In een eerste sectie wordt een literatuuroverzicht gegeven van eerder uitgevoerde studies die het gedrag van analisten ten aanzien van het gebruik van bedrijfsinformatie hebben bestudeerd. Op basis van deze bevindingen wordt in hetzelfde onderdeel de hypothese opgesteld die getoetst wordt bij onze

steekproef van Belgische financiële analisten. De onderzoeksopzet wordt verduidelijkt in de tweede sectie van dit hoofdstuk, waarna in sectie 3 de empirische resultaten besproken worden. Het hoofdstuk wordt afgesloten met een conclusie van de bevindingen.

7.1 Bevindingen uit de literatuur en hypothese-opbouw

De volgende paragrafen bespreken enkele studies die via een directe onderzoeksmethode, hetzij de survey, hetzij de inhoudsanalyse van analistenrapporten, het gebruik van vrijwillige niet-financiële informatie door financiële analisten in kaart gebracht hebben. Een aantal studies bespreken enkel het gebruik van financiële informatie (onder meer Day, 1986), maar deze onderzoeken worden buiten beschouwing gelaten. Een eerste studie die de surveytechniek toegepast heeft bij financiële analisten, is het onderzoek van McNally et al. (1982). Deze auteurs concluderen op basis van 74 teruggestuurde enquêtes dat financiële analisten meer gebruik maken van financiële informatie dan van niet-financiële informatie. De niet-financiële informatie-items die deze financiële analisten het meest gebruiken zijn een discussie van factoren die de toekomstige resultaten kunnen beïnvloeden en informatie over belangrijke trends in de sector. Financiële analisten hechten weinig aandacht aan de maatschappelijke verslaggeving, aan informatie over het personeelsbeleid en aan informatie over het aantal personeelsleden.

De survey methode wordt eveneens toegepast door Dempsey et al. (1997). Zij stellen een lijst samen van 63 financiële en niet-financiële prestatiemaatstaven en concluderen op basis van 420 teruggestuurde enquêtes dat niet-financiële prestatiemaatstaven vrij vaak gebruikt worden door financiële analisten. De respondenten gebruiken vooral niet-financiële prestatiemaatstaven die betrekking hebben op de concurrentiepositie, het marktaandeel en de reputatie van het management. Deze studie besluit wel dat de meest gebruikte prestatiemaatstaf een financiële prestatiemaatstaf is, namelijk de nettowinst. De financiële analisten schenken weinig aandacht aan informatie over de kwaliteit van de producten, de klantentevredenheid en het personeel. Dit laatste resultaat

vinden Dempsey et al. (1997) merkwaardig omdat informatie over bijvoorbeeld werknemerstevredenheid beschouwd wordt als een succesfactor van een onderneming.

Barker (1999b) vindt dat de 42 financiële analisten in zijn onderzoek het vaakst gebruik maken van informatie over de kwaliteit van het management omdat dit informatie-element een indicatie is voor de toekomstige prestaties van de onderneming. Daarnaast is financiële informatie belangrijk voor financiële analisten, ondanks het historisch karakter ervan. Informatie over investeringsprojecten en informatie over onderzoek en ontwikkeling worden significant minder gebruikt dan de resterende informatie-items, hoewel deze informatie waarderelevant is. Uit deze onderzoeksresultaten vloeit een tegenstrijdigheid voort. Enerzijds wordt bepaalde informatie met een sterke invloed op de waarde van een onderneming niet gebruikt, terwijl andere informatie die minder waarderelevant is, wel gebruikt wordt. Barker (1999b) verklaart dit resultaat doordat financiële analisten bepaalde informatie niet betrouwbaar vinden, waardoor de informatie in mindere mate gebruikt wordt.

Ho en Wong (2004) peilen middels een enquête bij financiële analisten actief in Hongkong naar het belang van 35 informatie-items die ondernemingen vrijwillig kunnen verstrekken. Ook in deze lijst worden zowel financiële als niet-financiële parameters weerhouden. Op basis van 92 teruggestuurde enquêtes wordt vastgesteld dat financiële analisten vooral toekomstgerichte informatie, informatie over het marktaandeel en informatie over overnames van belang vinden. Daarentegen wordt het minste aandacht geschonken aan de informatie over de opleiding van het personeel en de maatschappelijke verslaggeving.

Sakakibara et al. (2005) besluiten op basis van de resultaten van een enquête bij 324 analisten tewerkgesteld bij financiële instituten in Japan dat de indicatoren betreffende het humaan kapitaal (bijvoorbeeld de kwaliteit van het management, de werknemerstevredenheid of de opleiding) waarderelevante informatie zijn, maar dat het gebruik ervan beperkt is omdat deze informatie nauwelijks publiek beschikbaar is. Financiële analisten raadplegen wel vaak informatie over de strategie van de onderneming en over de groei-

opportuniteiten van een onderneming omdat deze indicatoren een invloed hebben op het toekomstige bedrijfsresultaat. Informatie over corporate governance en over de kwaliteit van de producten is van minder belang. De financiële analisten in het onderzoek van Sakakibara et al. (2005) vinden voorts dat de niet-financiële maatstaven belangrijker zijn voor de kleinere ondernemingen dan voor de grotere ondernemingen. Mogelijks kan deze bevinding verklaard worden door de gebrekkige kwaliteit van de financiële informatie die kleinere ondernemingen rapporteren.

Glaum en Friedrich (2006) besluiten dat de 25 financiële analisten in hun studie informatie over de strategie van de onderneming, de concurrentiepositie en de kwaliteit van het management belangrijke informatie vinden.

Een andere onderzoeksmethode die frequent toegepast wordt voor het verkrijgen van inzicht in het gebruik van niet-financiële informatie door financiële analisten is het bestuderen van de output van de financiële analist, met name het analistenrapport. Een analistenrapport is een weergave van de visie die een analist heeft over de toekomstige prestaties van een onderneming. Deze visie komt tot stand op basis van een analyse en interpretatie van de informatie die een analist verzamelt over de betreffende onderneming. Een analistenrapport bevat meestal een voorspelling en een beleggingsadvies dat onderbouwd wordt met een uitgebreide kwantitatieve en kwalitatieve analyse (Asquith et al., 2005).

Zo komen Previts et al. (1994) - na een inhoudsanalyse van 479 sell-side analistenrapporten - tot de conclusie dat financiële analisten beperkte aandacht schenken aan niet-financiële informatie. Niet-financiële informatie die in een analistenrapport aan bod komt, heeft vooral betrekking op informatie over de risico's en de kansen voor de onderneming, wijzigingen in de toekomstige prestaties omwille van nieuwe producten of nieuwe productieprocessen, de concurrentiepositie, het management en de strategie. Toch dient opgemerkt te worden dat de onderzochte analistenrapporten hoofdzakelijk financiële informatie opnemen.

Rogers en Grant (1997) concluderen eveneens – op basis van een inhoudsanalyse van 187 sell-side financiële analistenrapporten - dat financiële analisten de nadruk leggen op financiële informatie in hun analistenrapporten. Voor wat betreft de niet-financiële informatie wordt er hoofdzakelijk achtergrondinformatie over de onderneming besproken zoals informatie over de producten, de marktsegmenten of de belanghebbenden en toekomstgerichte informatie. Er wordt minder aandacht besteed aan informatie over het management en de aandeelhouders en aan de analyse van bedrijfsinformatie door het management.

Breton en Taffler (2001) analyseren de inhoud van 105 analistenrapporten en komen tot de bevinding dat niet-financiële informatie over de marktcondities (producten, volumes, klanten) vrij vaak gebruikt wordt. Opvallend in deze studie is dat niet-financiële informatie over het management en de strategie van de onderneming, de belangrijkste informatie is op basis waarvan financiële analisten een advies formuleren, maar dat deze informatie in mindere mate gerapporteerd wordt in analistenrapporten. Zo wordt in 80% van de analistenrapporten nooit negatieve informatie over het management of de strategie vermeld. Volgens de auteurs is dit resultaat te verklaren doordat analisten de goede contacten met het management van de onderneming willen behouden.

García-Meca en Martinez (2007) onderzoeken de mate waarin 69 informatie-items over het intellectueel kapitaal opgenomen worden in 217 analistenrapporten die opgesteld worden voor Spaanse ondernemingen. Deze auteurs tonen aan dat informatie over de strategie (vooral over nieuwe producten, nieuwe segmenten of doelstellingen) en de processen (efficiëntie, capaciteit) vaak aan bod komen in analistenrapporten. De gegevens over innovatie, onderzoek en ontwikkeling en humaan kapitaal (kwaliteit van het management, opleiding of ervaring) worden het minste gebruikt.

Nielsen (2005) analyseert de inhoud van 12 analistenrapporten opgesteld voor één Deense onderneming actief in de medische sector. Zijn resultaten duiden erop dat achtergrondinformatie over de onderneming het meest gebruikt wordt.

Deze informatie beslaat in een gemiddeld analistenrapport 29,7% van alle informatie. De meest gebruikte items die tot deze informatiecategorie behoren, zijn de informatie-items 'Markten', 'Producten', 'Sector' en 'Algemene ontwikkeling van de sector'. De tweede meest belangrijke informatiegroep is de analyse door het management van financiële en operationele data. Deze groep bedraagt 24,9% van de totale informatie in een analistenrapport. Toekomstgerichte informatie vertegenwoordigt een belang van 13% in een gemiddeld analistenrapport en is hierbij de derde belangrijkste informatiecategorie. Nielsen (2005) vindt verder dat een financiële analist zeer weinig aandacht schenkt aan sociale informatie en informatie over maatschappelijk verantwoord ondernemen, corporate governance informatie en informatie over het intellectueel kapitaal.

Flöstrand (2006) bestudeert 250 sell-side analistenrapporten op de aanwezigheid van indicatoren over het intellectueel kapitaal van de onderneming. Deze rapporten worden opgesteld voor ondernemingen behorende tot de S&P 500 index. De resultaten van deze studie wijzen uit dat financiële analisten voornamelijk informatie over de externe structuur (vooral informatie over het marktaandeel, over de klanten en over de distributiekanalen) vermelden, terwijl er minder aandacht geschonken wordt aan informatie over het humaan kapitaal (zoals ervaring van werknemers of productiviteit per werknemer) en de interne structuur (zoals onderzoek en ontwikkeling of informatiesystemen).

Flöstrand en Ström (2006) onderzoeken de inhoud van 200 analistenrapporten opgesteld voor 200 Amerikaanse ondernemingen die deel uitmaken van de S&P500 index in 2004. Deze auteurs vinden dat een gemiddeld analistenrapport 5 van de 70 niet-financiële informatie-items vermelden die in hun informatie-index zijn opgenomen. De meest besproken informatie-items in de analistenrapporten zijn toekomstgericht of zijn een beschrijving van de activiteiten van de onderneming of de sector waartoe de onderneming behoort. Er worden weinig gegevens gerapporteerd over de strategie of over het intellectueel kapitaal.

Uit de bovenstaande studies kan in grote lijnen afgeleid worden dat financiële analisten veel belang hechten aan achtergrondinformatie over de onderneming (bijvoorbeeld informatie over de producten of de sector) en aan toekomstgerichte informatie. Financiële analisten hechten weinig aandacht aan informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming en in het bijzonder informatie over het humaan kapitaal (bijvoorbeeld informatie over het personeelsbeleid, de opleiding of de tevredenheid van de werknemers). Het lijkt dan ook interessant om na te gaan of deze laatste onderzoeksbevinding verklaard kan worden doordat deze informatie weinig gerapporteerd wordt door beursgenoteerde ondernemingen. Hiervoor kan verwezen worden naar hoofdstuk 10.

Bovenstaande studies bespreken alle de mate van het gebruik van niet-financiële informatie gedurende één analyseperiode. Een onderzoekstopic waaraan in de academische literatuur geen aandacht besteed werd, is de mate waarin het gedrag van financiële analisten ten aanzien van niet-financiële informatie gewijzigd is over een bepaalde periode. Concreet zal in deze studie onderzocht worden of er een evolutie waar te nemen is in de hoeveelheid aan niet-financiële informatie die vermeld wordt in de analistenrapporten over de tijdsperiode van 2002-2006.

De verwachting wordt geuit dat de onderzochte Belgische financiële analisten in toenemende mate meer niet-financiële informatie vermelden in de analistenrapporten omwille van een aantal redenen. Zo blijkt onder meer dat de financiële analisten die bestudeerd worden in de recentere onderzoeken (o.m. García-Meca & Martinez, 2007; Nielsen, 2005) meer niet-financiële informatie raadplegen dan de analisten die onderzocht worden in de vroegere studies (o.m. Rogers en Grant, 1997; Previts et al., 1994). Bovendien zijn financiële analisten vragende partij dat ondernemingen meer niet-financiële informatie verschaffen (Eccles et al., 2001). Deze stelling wordt bevestigd tijdens een expertinterview met een Belgische financiële analist. De onderzoeksresultaten van hoofdstuk 3 tonen aan dat Belgische beursgenoteerde ondernemingen tegemoet zijn gekomen aan deze vraag door publiek meer niet-financiële informatie te verschaffen. Hierdoor verwachten we dat de financiële analisten meer gebruik

maken van niet-financiële informatie omdat deze gegevens eenvoudig te verzamelen zijn.

Verder hebben de technologische ontwikkelingen, de toegenomen concurrentie en globalisatie, en het ontstaan van nieuwe activiteiten geleid tot een stijging van het belang van niet-financiële informatie in de waardering van de onderneming (Graham et al., 2005; Lev en Zarowin, 1999; Amir en Lev, 1996). Deze argumenten resulteren alle in de verwachting dat financiële analisten in toenemende mate niet-financiële informatie gebruiken gedurende de periode 2002-2006, waardoor de volgende hypothese geformuleerd kan worden:

Hypothese 7.1: Financiële analisten gebruiken over de bestudeerde tijdsperiode meer vrijwillige niet-financiële informatie.

7.2 Onderzoeksopzet

In het kader van deze studie worden twee onderzoeksmethoden, namelijk de inhoudsanalyse van analistenrapporten en de survey, toegepast voor het verkrijgen van inzicht in het gebruik van vrijwillige niet-financiële informatie door de Belgische sell-side financiële analist. Beide onderzoeksmethoden worden in de volgende paragrafen toegelicht.

Inhoudsanalyse is een onderzoekstechniek waarbij de data verzameld worden uit geschreven documenten. De informatie of de gegevens die voortvloeien uit deze documenten worden gecodeerd in vooraf bepaalde categorieën om alzo patronen in de rapportering en de presentatie van informatie te kunnen vaststellen (Guthrie en Petty, 2000; Krippendorf, 1980). Inhoudsanalyse maakt de assumptie dat de frequentie van een onderwerp dat aan bod komt in een document een indicatie is van de belangrijkheid van dit onderwerp.

Meer specifiek wordt de inhoud bestudeerd die is opgenomen in analistenrapporten. Analistenrapporten worden opgesteld door de financiële analisten met als doel de investeerder te informeren over de toekomstige

prestaties van een beursgenoteerde onderneming. Zoals reeds aangehaald bevat een analistenrapport een analyse van de onderneming op basis waarvan een voorspelling gemaakt wordt van de toekomstige bedrijfsresultaten of kasstromen. Op basis van deze analyses formuleert de analist een beleggingsadvies. Het empirisch onderzoek bevestigt dat de investeerders rekening houden met de informatie die analisten verstrekken in hun analistenrapporten (Fogarty en Rogers, 2005; Ho en Harris, 2000).

In de praktijk worden twee types analistenrapporten onderscheiden. Een eerste type, 'result reports', beschrijft summier een gebeurtenis in de onderneming zoals de bekendmaking van de jaarlijkse of tussentijdse financiële resultaten, de introductie van een nieuw product of de realisatie van een overname. De invloed van deze gebeurtenis op de toekomstige bedrijfsresultaten en de waarde van de onderneming komt aan bod in dit type van analistenrapporten waarbij eveneens een beleggingsadvies geformuleerd wordt. Een tweede type van analistenrapporten zijn 'company reports'. Dit type van analistenrapporten verschilt met 'result reports' doordat een uitgebreide analyse van het bedrijf gemaakt wordt waarbij diverse aspecten besproken worden en niet enkel één bepaalde gebeurtenis. In overeenstemming met een 'result report' bevat een 'company report' ook een beleggingsadvies. In onze studie analyseren we enkel 'company reports' omdat deze analistenrapporten een volledige analyse opnemen van de onderneming en zich niet enkel concentreren op één bepaalde gebeurtenis.

Het voordeel van een inhoudsanalyse van analistenrapporten is dat deze rapporten een weerspiegeling zijn van informatie-elementen die financiële analisten gebruiken en die zij belangrijk vinden ter ondersteuning van hun investeringsbeslissingen (Bradshaw, 2004; McEwen en Hunton, 1999; Rogers en Grant, 1997). Anders gezegd, een analistenrapport bevat essentiële informatie over de onderneming die de financiële analist gebruikt voor de argumentatie van het beleggingsadvies (García-meca, 2005). Uit deze definitie vloeit als nadeel voort dat niet alle informatie die een analist gebruikt in de evaluatie van een onderneming opgenomen dient te worden in een analistenrapport (Arvidsson, 2003). Informatie die geen wezenlijke bijdrage levert ter verklaring van de

geschatte waarden of ter ondersteuning van het beleggingsadvies worden mogelijkerwijze niet opgenomen in een analistenrapport. Ten eerste zijn er mogelijks een aantal praktische beperkingen (een gebrek aan tijd om alle informatie op te nemen in een rapport of een beperking in het aantal pagina's dat een analistenrapport mag beslaan). Ten tweede kunnen concurrentiële redenen de opname van bepaalde bedrijfsinformatie weerhouden. Ten derde stellen García-meca et al. (2005) vast dat de aard van de aanbeveling (bv. een koopadvies of een verkoopadvies) een invloed heeft op de hoeveelheid aan vermelde informatie in een analistenrapport. Zo wordt ter ondersteuning van een verkoopadvies meer informatie vermeld dan bij een koopadvies. Hierdoor kunnen de conclusies die getrokken worden uit de inhoudsanalyse van analistenrapporten vertekend zijn.

De resultaten van de inhoudsanalyse van analistenrapporten worden gevalideerd middels de toepassing van een tweede onderzoeksmethode, met name de survey methode. Een nadeel van deze methode is dat financiële analisten mogelijks sociaal aanvaardbare antwoorden geven zodat de resultaten niet in overeenstemming zijn met het gedrag dat financiële analisten in de praktijk vertonen.

De steekproef van analistenrapporten bestaat uit analistenrapporten die publiek, op de website van de Belgische beursvennootschappen, beschikbaar zijn voor de 40 ondernemingen die deel uitmaken van de steekproef van ondernemingen waarvan we de vrijwillige niet-financiële informatierapportering hebben bestudeerd (cfr. hoofdstuk 3). We selecteren analistenrapporten die in de jaren 2002, 2004 en 2006 zijn gepubliceerd. Om een vergelijking te kunnen maken met de inhoud van de jaarverslagen, selecteren we de eerste fundamentele analistenrapporten (company reports) die een financiële analist opstelt na de publicatie van het jaarverslag van de boekjaren 2001, 2003 en 2005.

De steekproefgrootte voor de analyseperiode 2002, respectievelijk 2004 en 2006 bestaat uit 52, respectievelijk 63 en 62 analistenrapporten. Tabel 7.1 geeft een overzicht van het aantal analistenrapporten dat voor elk van de 40 Belgische beursgenoteerde ondernemingen opgesteld werden in de drie analyseperioden.

De steekproef is asymmetrisch samengesteld. Zo bevat de steekproef van analistenrapporten, één analistenrapport van Agfa Gevaert opgesteld in 2002, en drie analistenrapporten van deze onderneming opgesteld in 2004.

Tabel 7.1: Overzicht van het aantal analistenrapporten per onderneming

Onderneming	Aantal analisten-rapporten in 2002	Aantal analisten-rapporten in 2004	Aantal analisten-rapporten in 2006
Agfa Gevaert	1	3	2
Arinso	0	2	1
Artwork Systems	0	1	0
Barco	4	3	2
Bekaert	4	4	4
Brantano	0	0	1
CMB	2	1	1
Colruyt	1	2	1
Deceuninck	3	2	2
Delhaize	1	2	1
D'ieteren	1	1	2
Dolmen	1	1	0
Duvel Moortgat	1	2	3
Electrabel	1	2	1
EVS	0	1	2
Fluxys	1	2	0
IBA	1	1	1
ICOS	0	2	2
Inbev	1	2	1
Innogenetics	1	1	1
Kinepolis Groep	1	1	1
Lotus Bakeries	1	1	1
Melexis	1	1	1
Mobistar	1	2	2
OmegaPharma	3	2	2
Option	1	2	2
Picanol	0	0	0
Punch International	0	0	2
Quick	1	1	1
Recticel	2	2	4
Resilux	2	1	2
Roularta	1	4	2
Sioen	0		0
Solvay	3	2	2
Ter Beke	0	2	3
Tessenderlo	4	2	2
UCB	1	2	2
Umicore	3	2	3
VandeVelde	1	1	2
VPK Packaging	2	0	0
TOTAAL	**52**	**63**	**62**

Uit tabel 7.1 kan vastgesteld worden dat we voor een aantal ondernemingen geen 'company report' hebben in een bepaalde analyseperiode. De reden

hiervoor is dat deze ondernemingen vrij klein zijn, waardoor de financiële analisten minder moeite doen om op regelmatige basis een 'company report' te publiceren en enkel 'result reports' opstellen (Previts et al., 1994).

Voor het statistisch testen van de evolutie in het gebruik van niet-financiële informatie wordt de steekproef van analistenrapporten gereduceerd. Ter minimalisatie van mogelijke vertekeningen worden enkel die analistenrapporten weerhouden die in de drie analyseperioden voor dezelfde onderneming opgesteld worden door dezelfde analist.

De inhoudsanalyse van analistenrapporten gebeurt op dezelfde wijze als deze van de jaarverslagen. Dit betekent onder meer dat de informatie-index die gebruikt wordt bij de analyse van analistenrapporten dezelfde is als bij de analyse van jaarverslagen. Voor meer details aangaande de praktische uitvoering van de inhoudsanalyse kan onderdeel 3.3 geraadpleegd worden.

De enquête werd, zoals reeds behandeld in hoofdstuk 6, afgenomen bij alle financiële analisten tewerkgesteld bij een Belgische beursvennootschap. Hierbij wordt op een directe wijze contact gelegd met de financiële analisten (Barker, 1999a). Deze enquête bevat dezelfde informatie-items als toegepast in de inhoudsanalyse van analistenrapporten en jaarverslagen. Elke analist dient op een vijfpunten Likert schaal (gaande van 1=altijd gebruikt tot 5=nooit gebruikt) aan te duiden in welke mate h/zij gebruik maakt van niet-financiële informatie. Om de resultaten makkelijker te interpreteren hebben we scores als volgt gehercodeerd: 0 = nooit gebruikt; 1 = zelden gebruikt; 2 = soms gebruikt; 3 = vaak gebruikt; 4 = altijd gebruikt. In totaal stuurden 31 financiële analisten een enquête terug, hetgeen overeenstemt met 63% van de volledige populatie. Voor een toelichting van een aantal beschrijvende statistieken met betrekking tot deze respondenten kan verwezen worden naar hoofdstuk 6.

7.3 Onderzoeksresultaten

Dit onderdeel bespreekt de empirische onderzoeksresultaten van de mate van het gebruik van niet-financiële informatie door financiële analisten. Zo worden in onderdeel 7.3.1 de resultaten besproken van de inhoudsanalyse van analistenrapporten, waarna in onderdeel 7.3.2 de bevindingen van de survey aan bod komen. De resultaten van beide onderzoeksmethoden worden in onderdeel 7.3.3 met elkaar vergeleken.

7.3.1 Inhoudsanalyse van analistenrapporten

De mate waarin elk van de 71 niet-financiële informatie-items opgenomen in de informatie-index gerapporteerd worden in de analistenrapporten van 2002, 2004 en 2006 is opgenomen in de kolommen 2, 3 en 4 van tabel 7.2. De interne consistentie in de antwoorden wordt getest middels de Cronbachs α correlatiecoëfficiënt. Deze waarde voor de totale rapportering van niet-financiële informatie bedraagt in de drie analyseperioden 0,77 (in 2002), 0,80 (in 2004) en 0,73 (in 2006). Hierdoor kan gesteld worden dat er consistentie is in de onderzoeksresultaten. Deze consistentie geldt eveneens voor de verschillende niet-financiële informatiecategorieën. Teneinde een zekere ordening in de resultaten te brengen, wordt geopteerd om zowel de resultaten van de inhoudsanalyse te classificeren in een aantal groepen. Met betrekking tot de analyse van analistenrapporten worden – analoog aan de analyse van de jaarverslagen - vier groepen van indicatoren gecreëerd:

- Groep 1: De informatie-items die vaak tot altijd vermeld worden in de analistenrapporten (in meer dan 80% van de analistenrapporten);
- Groep 2: De informatie-items die regelmatig vermeld worden in de analistenrapporten (tussen 50% en 80% van de analistenrapporten);
- Groep 3: De informatie-items die soms vermeld worden in de analistenrapporten (tussen 20% en 50% van de analistenrapporten);
- Groep 4: De informatie-items die weinig tot nooit vermeld worden in de analistenrapporten (in minder dan 20% van de analistenrapporten).

De verandering in het gebruik van elk item tussen 2004 en 2002 en tussen 2006 en 2002 gebeurt op de volledige steekproef van analistenrapporten, waardoor enige vertekening optreedt omdat er geen perfecte match is tussen beide steekproeven (tabel 7.1). Toch zijn deze onderzoeksresultaten relevant gezien de bevindingen van de volledige steekproef gelijkaardig zijn aan de bevindingen van de beperkte steekproef van 30 analistenrapporten opgesteld door dezelfde financiële analisten voor dezelfde onderneming.

Op basis van tabel 7.2 kan geconcludeerd worden dat bijna elke financiële analist het item AGI.4 'Beschrijving van de sector waartoe de onderneming behoort' vermeldt in het analistenrapport. Verder worden in meer dan 90% van de analistenrapporten de volgende items besproken: AGI.6 'Beschrijving van de voornaamste producten of diensten', AGI.7 'Beschrijving van de voornaamste markten en marktsegmenten', TOE.2 'Beschrijving en oorzaak van opportuniteiten voor de onderneming' en AGI.2 'Strategie van de onderneming'.

Hoewel de ondernemingen inspanningen geleverd hebben tot het vrijgeven van meer niet-financiële informatie gedurende de periode 2001-2005, blijken financiële analisten daarentegen bepaalde items in mindere mate te vermelden in de analistenrapporten. Voorbeelden zijn onder meer de items AGI.2 'Strategie van de onderneming' (- 24% in 2004 en - 12% in 2006), AGI.3 'Analyse van de (in)consistentie van de strategie met de belangrijkste trends die een invloed hebben op de onderneming' (- 23% in 2004 en - 25% in 2006) en AGI.1 'Doelstellingen van de onderneming' (- 21% in 2004 en - 1% in 2006). De daling in het aantal analistenrapporten die gegevens vermelden over de strategie en de doelstellingen van de ondernemingen is opmerkelijk daar bijna elk jaarverslag dergelijke informatie bevat. Daarnaast wordt het item AGI.9 'Beschrijving van de conjunctuurgevoeligheid van de onderneming' (- 40% in 2004 en - 27% in 2006) in opvallend minder analistenrapporten besproken.

Tabel 7.2: Het gebruik van vrijwillige niet-financiële informatie door de Belgische sell-side financiële analist volgens de inhoudsanalyse van analistenrapporten en de survey

Kolom 1: Informatie-items		Kolom 2: Analis-tenrapporten 2002		Kolom 3: Analis-tenrapporten 2004 (wijziging t.o.v. 2002)		Kolom 4: Analis-tenrapporten 2006 (wijziging t.o.v. 2002)		Kolom 5: Survey resultaten in 2005	
		Freq. N=52	Groep (1 - 4)	Freq. N=63	Groep (1 - 4)	Freq. N=62	Groep (1 - 4)	Gemid. N=31	Groep (1 - 3)
Categorie ANA: ANALYSE VAN BEDRIJFSINFORMATIE DOOR HET MANAGEMENT									
ANA.A Redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in de prestatiemaatstaven									
ANA.1	Redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in het volume van verkochte goederen en opbrengsten	77%	2	+ 2%	2	+ 15%	1	2.92	1
ANA.2	Redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in innovatie	17%	4	- 6%	4	- 6%	4	2.19	2
ANA.3	Redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in winstgevendheid	81%	1	+ 11%	1	+ 8%	1	3.42	1
ANA.4	Redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in de lange termijn financiële positie	44%	3	0%	3	- 6%	3	3.00	1
ANA.5	Redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in de korte termijn liquiditeit en financiële flexibiliteit	8%	4	+ 11%	4	+ 25%	3	2.69	1
ANA.6	Identiteit en effect van uitzonderlijke of buitengewone gebeurtenissen	12%	4	+ 14%	3	+ 17%	3	2.54	1
ANA.B Trends die een effect hebben op de onderneming									
ANA.7	Identiteit en effect van sociale trends	17%	4	- 6%	4	- 8%	4	1.69	2
ANA.8	Identiteit en effect van demografische trends	0%	4	0%	4	+ 6%	4	1.50	2
ANA.9	Identiteit en effect van politieke trends	6%	4	+ 4%	4	+ 1%	4	1.37	3

Tabel 7.2: Het gebruik van vrijwillige niet-financiële informatie door de Belgische sell-side financiële analist volgens de inhoudsanalyse van analistenrapporten en de survey (vervolg)

Kolom 1: Informatie-items		Kolom 2: Analis-tenrapporten 2002		Kolom 3: Analis-tenrapporten 2004 (wijziging t.o.v. 2002)		Kolom 4: Analis-tenrapporten 2006 (wijziging t.o.v. 2002)		Kolom 5: Survey resultaten in 2005	
		Freq. N=52	Groep (1 - 4)	Freq. N=63	Groep (1 - 4)	Freq. N=62	Groep (1 - 4)	Gemid. N=31	Groep (1 - 3)
ANA.10	Identiteit en effect van macro-economische trends	46%	3	- 8%	3	- 16%	3	2.52	1
ANA.11	Identiteit en effect van wetgevende trends	17%	4	- 8%	4	- 4%	4	2.32	2
Categorie TOE: TOEKOMSTGERICHTE INFORMATIE									
TOE.1	Beschrijving en oorzaak van risico's voor de onderneming	73%	2	+ 3%	2	+ 11%	1	3.19	1
TOE.2	Beschrijving en oorzaak van opportuniteiten voor de onderneming	77%	2	+ 12%	1	+ 7%	1	3.30	1
TOE.3	Het effect van risico's en opportuniteiten op het toekomstige bedrijfsresultaat en op de toekomstige kasstromen	44%	3	- 14%	3	- 9%	3	3.15	1
TOE.4	Activiteiten en plannen om de bedrijfsdoelstellingen en de strategie van de onderneming te realiseren	69%	2	+ 5%	2	+ 5%	2	3.26	1
TOE.5	Factoren die het management aanhaalt die aanwezig dienen te zijn in een onderneming om de bedrijfsdoelstellingen te realiseren	21%	3	- 10%	4	- 3%	4	2.81	1
TOE.6	Factoren die het management aanhaalt die aanwezig dienen te zijn in de externe omgeving om de bedrijfsdoelstellingen te realiseren	25%	3	- 15%	4	- 9%	4	2.70	1
TOE.7	Vergelijking van de werkelijke prestaties van de onderneming met eerder gerapporteerde opportuniteiten, risico's of plannen van de onderneming	21%	3	+ 30%	2	+ 48%	2	3.15	1

Tabel 7.2: Het gebruik van vrijwillige niet-financiële informatie door de Belgische sell-side financiële analist volgens de inhoudsanalyse van analistenrapporten en de survey (vervolg)

Kolom 1: Informatie-items		Kolom 2: Analis-tenrapporten 2002		Kolom 3: Analis-tenrapporten 2004 (wijziging t.o.v. 2002)		Kolom 4: Analis-tenrapporten 2006 (wijziging t.o.v. 2002)		Kolom 5: Survey resultaten in 2005	
		Freq. N=52	Groep (1 - 4)	Freq. N=63	Groep (1 - 4)	Freq. N=62	Groep (1 - 4)	Gemid. N=31	Groep (1 - 3)
TOE.8	Overzicht van nieuw geproduceerde goederen in de loop van de volgende jaren	44%	3	- 6%	3	- 9%	3	2.65	1
TOE.9	Bespreking van de verwachtingen inzake de groei van de onderneming	85%	1	+ 3%	1	+ 2%	1	3.70	1
TOE.10	Evolutie van macro-economische indicatoren (conjunctuur, wisselkoersen, e.d.) en de impact ervan op de onderneming	40%	3	- 15%	3	- 15%	3	2.89	1
TOE.11	Informatie over de productiecapaciteit van de onderneming	33%	3	+ 2%	3	0%	3	1.92	2
Categorie MAN: INFORMATIE OVER HET MANAGEMENT EN DE AANDEELHOUDERS									
MAN.1	Identiteit en achtergrondinformatie over bestuurders en uitvoerend management	6%	4	+ 4%	4	+ 6%	4	2.37	2
MAN.2	Identiteit van de belangrijkste aandeelhouder	48%	3	+ 19%	2	+ 4%	2	2.30	2
MAN.3	Informatie over het aandelenbezit van werknemers	15%	4	- 3%	4	- 6%	4	1.88	2
MAN.4	Informatie over de vergoedingen van bestuurders	4%	4	- 1%	4	- 1%	4	1.41	3
MAN.5	Informatie over transacties en relaties tussen derde partijen en de onderneming	50%	3	- 6%	3	- 8%	3	1.93	2
MAN.6	Informatie over transacties met vroegere bestuurders, auditors of bankiers	2%	4	- 2%	4	0%	4	1.44	3
Categorie AGI: ACHTERGRONDINFORMATIE OVER DE ONDERNEMING									

Tabel 7.2: Het gebruik van vrijwillige niet-financiële informatie door de Belgische sell-side financiële analist volgens de inhoudsanalyse van analistenrapporten en de survey (vervolg)

Kolom 1: Informatie-items		Kolom 2: Analis-tenrapporten 2002		Kolom 3: Analis-tenrapporten 2004 (wijziging t.o.v. 2002)		Kolom 4: Analis-tenrapporten 2006 (wijziging t.o.v. 2002)		Kolom 5: Survey resultaten in 2005	
		Freq. N=52	Groep (1 - 4)	Freq. N=63	Groep (1 - 4)	Freq. N=62	Groep (1 - 4)	Gemid. N=31	Groep (1 - 3)
AGI.A Doelstellingen en strategie									
AGI.1	Doelstellingen van de onderneming	75%	2	- 21%	2	- 1%	2	3.22	1
AGI.2	Strategie van de onderneming	92%	1	- 24%	2	- 12%	2	3.35	1
AGI.3	Analyse van de (in)consistentie van de strategie met de belangrijkste trends die een invloed hebben op de onderneming	42%	3	- 23%	4	- 25%	4	3.07	1
AGI.B Producten en diensten									
AGI.4	Beschrijving van de sector waartoe de onderneming behoort	98%	1	+ 2%	1	0%	1	3.22	1
AGI.5	Beschrijving van de evolutie in de sector	77%	2	+ 1%	2	+ 4%	1	3.35	1
AGI.6	Beschrijving van de voornaamste producten of diensten	94%	1	- 1%	1	+ 4%	1	3.12	1
AGI.7	Beschrijving van de voornaamste markten en marktsegmenten of afzetgebieden	92%	1	+ 3%	1	+ 4%	1	3.33	1
AGI.8	Beschrijving van de productieprocessen respectievelijk dienstenprocessen	27%	3	- 13%	4	- 16%	4	2.07	2
AGI.9	Beschrijving van de conjunctuurgevoeligheid van de onderneming	58%	2	- 40%	3	- 27%	3	3.02	1
AGI.10	Beschrijving van bestaande wetten en regelgevingen	29%	3	- 3%	3	+ 3%	3	2.84	1
AGI.11	Beschrijving van historische macro-economische ontwikkelingen	58%	2	- 42%	4	- 25%	3	2.41	2
AGI.12	Beschrijving van de belangrijkste contracten met klanten en leveranciers	60%	2	- 15%	3	- 21%	3	2.33	2
AGI.13	Beschrijving van productievestigingen en productiecapaciteit	58%	2	- 1%	2	+ 2%	2	1.82	2

Tabel 7.2: Het gebruik van vrijwillige niet-financiële informatie door de Belgische sell-side financiële analist volgens de inhoudsanalyse van analistenrapporten en de survey (vervolg)

Kolom 1: Informatie-items		Kolom 2: Analis-tenrapporten 2002		Kolom 3: Analis-tenrapporten 2004 (wijziging t.o.v. 2002)		Kolom 4: Analis-tenrapporten 2006 (wijziging t.o.v. 2002)		Kolom 5: Survey resultaten in 2005	
		Freq. N=52	Groep (1 - 4)	Freq. N=63	Groep (1 - 4)	Freq. N=62	Groep (1 - 4)	Gemid. N=31	Groep (1 - 3)
AGI.C	Commerciële belanghebbenden van de onderneming								
AGI.14	Identiteit van de leveranciers van de onderneming	17%	4	- 16%	4	- 11%	4	2.04	2
AGI.15	Beschikbaarheid van het aanbod	8%	4	+ 2%	4	- 3%	4	2.44	2
AGI.16	De onderhandelingspositie van leveranciers	0%	4	+ 5%	4	+ 6%	4	2.07	2
AGI.17	Identiteit van de belangrijkste klanten	25%	3	- 1%	4	+ 1%	3	2.56	1
AGI.18	Mate van klantenspreiding	21%	3	+ 11%	3	+ 11%	3	2.35	2
AGI.19	De onderhandelingspositie van klanten	2%	4	+ 11%	4	+ 21%	3	2.46	2
AGI.20	Identiteit van de belangrijkste concurrenten	75%	2	- 10%	2	- 22%	2	3.26	1
AGI.21	Intensiteit van de concurrentie	65%	2	- 7%	2	- 1%	2	3.19	1
AGI.22	Concurrentiepositie	67%	2	+ 3%	2	- 8%	2	3.37	1
AGI.23	Instapbarrières voor nieuwkomers	17%	4	+ 2%	4	- 4%	4	2.81	1
Categorie INK: INFORMATIE OVER HET INTELLECTUEEL KAPITAAL VAN DE ONDERNEMING									
INK.A	Humaan kapitaal								
INK.1	Vergoeding van de werknemers	27%	3	- 9%	3	- 22%	4	1.19	3
INK.2	Informatie over investeringen in de opleiding van het personeel	0%	4	+ 5%	4	+ 2%	4	0.78	3
INK.3	Informatie over het opleidingsniveau of de expertise van het personeel	4%	4	+ 9%	4	+ 7%	4	1.22	3
INK.4	Personeelsbeleid	0%	4	+ 3%	4	+ 2%	4	1.33	3
INK.5	Jobrotatie	2%	4	- 2%	4	- 2%	4	1.07	3
INK.6	Werknemerstevredenheid	0%	4	0%	4	+ 2%	4	1.08	3
INK.7	Kwaliteit van het management	12%	4	- 5%	4	+ 5%	4	3.04	1

Tabel 7.2: Het gebruik van vrijwillige niet-financiële informatie door de Belgische sell-side financiële analist volgens de inhoudsanalyse van analistenrapporten en de survey (vervolg)

Kolom 1: Informatie-items		Kolom 2: Analis-tenrapporten 2002		Kolom 3: Analis-tenrapporten 2004 (wijziging t.o.v. 2002)		Kolom 4: Analis-tenrapporten 2006 (wijziging t.o.v. 2002)		Kolom 5: Survey resultaten in 2005	
		Freq. N=52	Groep (1 - 4)	Freq. N=63	Groep (1 - 4)	Freq. N=62	Groep (1 - 4)	Gemid. N=31	Groep (1 - 3)
INK.B Interne structuur									
INK.8	Productiviteitsgegevens	13%	4	- 1%	4	+ 3%	4	2.22	2
INK.9	Innovatie	44%	3	+ 10%	2	+17%	2	2.27	2
INK.10	Beschrijving van patenten, octrooien of licenties	23%	3	- 4%	4	- 7%	4	1.70	2
INK.11	Beschrijving van onderzoeks- en ontwikkelingsprogramma's	17%	4	+ 2%	4	+ 8%	3	1.62	2
INK.12	Kwaliteit van de geleverde producten/diensten	8%	4	+ 8%	4	+ 8%	4	1.78	2
INK.13	Organisatiestructuur	0%	4	+ 3%	4	+ 13%	4	2.15	2
INK.14	Technologische knowhow	23%	3	- 7%	4	+ 9%	3	2.63	1
INK.15	Tijd nodig om activiteiten uit te voeren (productie, levering, ontwikkeling nieuwe producten)	2%	4	+ 3%	4	+ 5%	4	1.59	2
INK.C Externe structuur									
INK.16	Evolutie van het marktaandeel	56%	2	- 3%	2	- 17%	3	2.67	1
INK.17	Gedetailleerd overzicht van de belangrijkste merken	27%	3	+ 14%	3	+ 33%	2	2.32	2
INK.18	Klantloyaliteit/ klantentevredenheid	0%	4	+ 5%	4	+ 8%	4	2.07	2
INK.19	Gerealiseerde overnames	63%	2	- 6%	2	+ 3%	2	3.41	1
INK.20	Beschrijving van de distributie- of de leveringsmethoden	35%	3	+ 5%	3	- 6%	3	1.70	2

Slechts een beperkt aantal items worden in de loop van de tijd in een groter aantal analistenrapporten vermeld, zoals bijvoorbeeld de items TOE.7 'Vergelijking van werkelijke prestaties van de onderneming met eerder gerapporteerde opportuniteiten, risico's of plannen van de onderneming' (+ 30% in 2004 en + 48% in 2006), INK.17 'Gedetailleerd overzicht van de belangrijkste merken' (+ 14% in 2004 en + 33% in 2006) en INK.9 'Innovatie' (+ 10% in 2004 en + 17% in 2006). Voor een gedetailleerde analyse van de evolutie in het gebruik van de verschillende informatie-items over de periode 2002-2006 kan verwezen worden naar appendix 1 bij dit hoofdstuk. Tabel 7.3 geeft een overzicht van de beschrijvende statistieken van de mate waarin de verschillende informatiecategorieën besproken worden in de analistenrapporten voor de drie analyseperioden.

Tabel 7.3 toont aan dat de gemiddelde hoeveelheid aan niet-financiële informatie die verstrekt wordt in een analistenrapport nagenoeg identiek is in de drie bestudeerde analyseperioden (G_TOT). Zo vermeldt een analistenrapport opgesteld in 2002 en 2006 gemiddeld genomen 35% van alle niet-financiële informatie-items die in de informatie-index zijn opgenomen. In de analyseperiode 2004 vermindert dit percentage tot 33%. In absolute termen worden in de analistenrapporten gemiddeld 24 tot 25 van de 71 niet-financiële informatie-items in de index besproken. Er zijn evenwel enkele opvallende evoluties waar te nemen met betrekking tot de diverse niet-financiële informatiecategorieën. Enerzijds vermelden de financiële analisten minder gegevens die behoren tot de categorie AGI.A 'Doelstellingen en strategie' (- 23% in 2004 en - 12% in 2006) en AGI.B 'Producten en diensten' (- 11% in 2004 en - 7% in 2006). Anderzijds bespreken financiële analisten meer niet-financiële informatie die behoort tot de categorieën ANA.A 'Redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in prestatiemaatstaven' (+ 5% in 2004 en + 9% in 2006) en INK.B 'Interne structuur (+ 2% in 2004 en + 7% in 2006). De overige informatiecategorieën vertonen in de tijd een beperkte evolutie.

Tabel 7.3: Beschrijvende statistieken van het gebruik van niet-financiële informatie vermeld in de analistenrapporten van 2002, 2004 and 2006 (N = 52 in 2002; N = 63 in 2004 and N=62 in 2006)

Categorie	Analistenrapporten 2002				Analistenrapporten 2004				Analistenrapporten 2006				Wijzigingen	
G_CAT	Gem.	Min.	Max.	St. afw.	Gem.	Min.	Max.	St. afw.	Gem.	Min.	Max.	St. afw.	2004 v 2002	2006 v 2002
G_TOT (71)*	35%	14%	52%	0,09	33%	15%	61%	0,10	35%	17%	54%	0,09	- 2%	0%
G_ANA (11)	30%	0%	45%	0,12	31%	0%	55%	0,12	33%	9%	55%	0,11	+ 1%	+ 3%
G_ANA.A (6)	40%	0%	83%	0,18	45%	0%	83%	0,19	49%	17%	83%	0,16	+ 5%	+ 9%
G_ANA.B (5)	17%	0%	60%	0,16	14%	0%	60%	0,15	13%	0%	60%	0,16	-3%	- 4%
G_TOE (11)	48%	18%	82%	0,16	48%	18%	82%	0,15	51%	18%	82%	0,15	0%	+ 3%
G_MAN (6)	21%	0%	50%	0,16	23%	0%	50%	0,15	20%	0%	67%	0,16	+ 2%	- 1%
G_AGI (23)	50%	9%	74%	0,14	43%	13%	78%	0,14	45%	22%	78%	0,14	- 7%	- 5%
G_AGI.A (3)	70%	0%	100%	0,28	47%	0%	100%	0,31	58%	0%	100%	0,27	- 23%	- 12%
G_AGI.B (10)	65%	20%	100%	0,16	54%	20%	100%	0,16	58%	30%	100%	0,15	- 11%	- 7%
G_AGI.C (10)	30%	0%	70%	0,17	30%	0%	70%	0,18	29%	0%	90%	0,19	0%	- 1%
G_INK (20)	18%	0%	40%	0,10	19%	0%	55%	0,11	21%	0%	50%	0,10	+ 1%	+ 3%
G_INK.A (7)	6%	0%	29%	0,09	6%	0%	43%	0,10	5%	0%	29%	0,08	0%	- 1%
G_INK.B (8)	16%	0%	63%	0,15	18%	0%	75%	0,17	23%	0%	63%	0,18	+ 2%	+ 7%
G_INK.C (5)	36%	0%	80%	0,22	39%	0%	80%	0,24	40%	0%	100%	0,24	+ 3%	+ 4%

G_CAT: het gebruik van de niet-financiële informatiecategorieën CAT, met CAT = TOT: de geaggregeerde score van de mate van het gebruik van niet-financiële informatie; ANA: analyse van bedrijfsinformatie door het management; ANA.A: redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in prestatiemaatstaven; ANA.B: trends die een effect hebben op de onderneming; TOE: toekomstgerichte informatie; MAN: informatie over het management en de aandeelhouders; AGI: achtergrondinformatie over de onderneming; AGI.A: doelstellingen en strategie; AGI.B: producten en diensten; AGI.C: commerciële belanghebbenden van de onderneming; INK: informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming; INK.A: humaan kapitaal; INK.B: interne structuur; INK.C: externe structuur; * tussen haakjes: het aantal informatie-items opgenomen per niet-financiële informatiecategorie

Ondanks de daling in het aantal items dat een financiële analist bespreekt van de rubriek AGI, behoort de meerderheid van de informatie vermeld in een analistenrapport tot deze categorie. Zo behandelt een gemiddeld analistenrapport in 2002 de helft van de niet-financiële informatie-items die opgenomen zijn in de rubriek AGI (tabel 7.3). Financiële analisten hechten hierbij vooral belang aan de subrubrieken AGI.A 'Doelstellingen en strategie' en AGI.B 'Producten en diensten'. Financiële analisten vertonen een geringe belangstelling voor de informatie-items over de klanten en de leveranciers die opgenomen zijn in de subrubriek AGI.C 'Commerciële belanghebbenden van de onderneming'. Financiële analisten vermelden van deze subrubriek vooral informatie over de concurrenten. De informatiecategorie TOE 'Toekomstgerichte informatie' is eveneens een belangrijke informatiecategorie, gezien gemiddeld genomen de helft van de items van deze categorie vermeld wordt in elk analistenrapport (tabel 7.3).

Financiële analisten hechten minder belang aan de items die deel uitmaken van de categorie INK 'Informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming', hoewel er een lichte toename is in de frequentie dat deze informatie besproken wordt over de bestudeerde tijdsperiode (van 18% in 2002 tot 21% in 2006). Van deze categorie worden vooral de items van de subrubrieken INK.B 'Interne structuur' en INK.C 'Externe structuur' vrij frequent vermeld in de analistenrapporten. Financiële analisten schenken weinig aandacht aan informatie over het humaan kapitaal van een onderneming (INK.A). Zo behandelt een gemiddeld analistenrapport slechts 5% van de items opgenomen in deze informatiecategorie. Het feit dat analisten meer belang hechten aan de externe structuur, gevolgd door de interne structuur en het humaan kapitaal is analoog aan de bevindingen van Flöstrand (2006). Financiële analisten verstrekken eveneens weinig informatie over de informatiecategorie MAN 'Informatie over het management en de aandeelhouders' (tabel 7.3).

Met betrekking tot de informatiecategorie ANA 'Analyse van bedrijfsinformatie door het management' zijn grote verschillen op te merken voor beide subrubrieken. De subcategorie ANA.A 'Redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in prestatiemaatstaven' vertoont over de

bestudeerde periode een toename in het aantal items dat vermeld wordt in de analistenrapporten (van 40% in 2002 naar 49% in 2006). De items van de subrubriek ANA.B 'Trends die een effect hebben op de onderneming' daarentegen worden slechts occasioneel aangetroffen in de analistenrapporten. Bovendien worden deze items in de tijd in mindere mate besproken (van 17% in 2002 naar 13% in 2006).

Om een juiste vergelijking te maken van de evolutie in de frequentie dat niet-financiële informatie vermeld wordt in de analistenrapporten, wordt de steekproef van analistenrapporten gereduceerd tot die analistenrapporten die in de drie analyseperioden door dezelfde financiële analist opgesteld worden voor dezelfde onderneming. Deze beperking resulteert in een steekproef van 30 analistenrapporten (m.b.t. 24 ondernemingen). Het gemiddeld aantal items vermeld in de beperkte steekproef van analistenrapporten is iets groter dan in de volledige steekproef van analistenrapporten, maar deze verschillen, getest middels de Mann Whitney U test, zijn evenwel niet betekenisvol. De Friedman test wordt toegepast op deze beperkte steekproef om na te gaan of de hoeveelheid aan niet-financiële informatie besproken in de analistenrapporten significant verschillend is in een bepaalde analyseperiode ten aanzien van de andere analyseperioden. De resultaten van de Friedman test zijn opgenomen in tabel 7.4.

De bevindingen in tabel 7.4 tonen geen betekenisvol verschil aan in de totale hoeveelheid aan niet-financiële informatie die in elk van de drie perioden wordt verstrekt (G_TOT). Deze resultaten geven dan ook geen bevestiging voor de hypothese 7.1.

Tabel 7.4: Resultaten van de Friedman test betreffende de evolutie in het gebruik van niet-financiële informatie in analistenrapporten (N=30)

G_CAT	Jaar	Rangorde	Chi kwadraat	Significantie
G_TOT	2002	2,217	3,774	0,152
	2004	1,733		
	2006	2,050		
G_ANA	2002	1,983	0,064	0,969
	2004	1,983		
	2006	2,033		
G_ANA.A	2002	1,850	2,116	0,347
	2004	2,167		
	2006	1,983		
G_ANA.B	2002	2,117	1,000	0,607
	2004	1,917		
	2006	1,967		
G_TOE	2002	1,917	7,458	0,024
	2004	1,717		
	2006	2,367		
G_MAN	2002	2,033	0,644	0,725
	2004	2,067		
	2006	1,900		
G_AGI	2002	2,483	12,056	0,002
	2004	1,683		
	2006	1,833		
G_AGI.A	2002	2,317	6,473	0,039
	2004	1,750		
	2006	1,933		
G_AGI.B	2002	2,483	14,168	0,001
	2004	1,650		
	2006	1,867		
G_AGI.C	2002	2,200	2,154	0,341
	2004	1,867		
	2006	1,933		
G_INK	2002	1,883	1,691	0,429
	2004	1,933		
	2006	2,183		
G_INK.A	2002	2,083	3,085	0,214
	2004	2,100		
	2006	1,817		
G_INK.B	2002	1,883	3,449	0,178
	2004	1,867		
	2006	2,250		
G_INK.C	2002	1,900	1,089	0,580
	2004	2,117		
	2006	1,983		

G_CAT: het gebruik van de niet-financiële informatiecategorieën CAT, met CAT = TOT: de geaggregeerde score van de mate van het gebruik van niet-financiële informatie; ANA: analyse van bedrijfsinformatie door het management; ANA.A: redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in prestatiemaatstaven; ANA.B: trends die een effect hebben op de onderneming; TOE: toekomstgerichte informatie; MAN: informatie over het management en de aandeelhouders; AGI: achtergrondinformatie over de onderneming; AGI.A: doelstellingen en strategie; AGI.B: producten en diensten; AGI.C: commerciële belanghebbenden van de onderneming; INK: informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming; INK.A: humaan kapitaal; INK.B: interne structuur; INK.C: externe structuur.

Met betrekking tot de verschillende informatiecategorieën, besluiten we op basis van tabel 7.4 dat de analistenrapporten in een bepaalde periode een verschillende hoeveelheid aan niet-financiële informatie vermelden van de categorie AGI 'Achtergrondinformatie van de onderneming' en in het bijzonder van de subrubrieken AGI.A 'Strategie en doelstellingen' en AGI.B 'Producten en diensten'. In tabel 7.3 stelden we reeds vast dat deze items meer aan bod komen in de analistenrapporten van 2002. Verder wordt een verschillende hoeveelheid informatie-items vermeld die behoren tot de categorie TOE 'Toekomstgerichte informatie'. Uit tabel 7.3 blijkt dat de analistenrapporten van 2006 meer toekomstgerichte informatie bevatten dan de analistenrapporten van 2002 en 2004. De hoeveelheid aan niet-financiële informatie die van de overige informatiecategorieën vermeld wordt in de analistenrapporten is gelijkaardig in elke analyseperiode.

De evolutie tussen twee tijdsperioden wordt nagegaan middels de Wilcoxon rangorde test. Deze paarsgewijze analyse wordt telkens uitgevoerd op een beperkte steekproef waarbij enkel de analistenrapporten opgesteld door dezelfde financiële analist voor dezelfde onderneming worden geanalyseerd. Deze beperking resulteert in een steekproefgrootte van 35 analistenrapporten voor de vergelijking tussen de periode 2002 en 2004 (m.b.t. 24 ondernemingen), 44 analistenrapporten voor vergelijking tussen de periode 2004 en 2006 (m.b.t. 27 ondernemingen) en 34 analistenrapporten voor de vergelijking tussen de periode 2002 en 2006 (25 ondernemingen). De bevindingen van de Wilcoxon rangorde test zijn weergegeven in tabel 7.5.

De resultaten in tabel 7.5 tonen aan dat het totale aantal niet-financiële informatie-items significant verminderd is bij de vergelijking van de periode 2002 en 2004. Deze vermindering wordt veroorzaakt doordat er minder gegevens vermeld worden van de subrubrieken AGI.A en AGI.B. De analistenrapporten van de analyseperiode 2006 bevatten weer een groter aantal items van beide subrubrieken in vergelijking met de analistenrapporten van 2004.

Tabel 7.5: Resultaten van de Wilcoxon rangorde test betreffende de evolutie in het gebruik van niet-financiële informatie in analistenrapporten (N=35 in 2002-2004; N=44 in 2004-2006; N=34 in 2002-2006)

Categorie		Vergelijking 2004-2002			Vergelijking 2006-2004			Vergelijking 2006-2002		
G_CAT		**Aantal AR**	**Gem. rang**	**z-waarde**	**Aantal AR**	**Gem. rang**	**z-waarde**	**Aantal AR**	**Gem. rang**	**z-waarde**
G_TOT	-	24	18,04	-1,934**	20	19,88	-0,676	15	16,63	-0,029
	+	11	17,91		22	22,98		16	15,41	
	=	0			2			3		
G_ANA	-	12	12,67	-0,613	18	16,28	-0,080	11	12,32	-0,740
	+	14	14,21		16	18,88		14	13,54	
	=	9			10			9		
G_ANA.A	-	8	11,81	-1,369*	19	14,26	-0,176	8	10,06	-1,528*
	+	15	12,10		14	20,71		14	12,32	
	=	12			11			12		
G_ANA.B	-	11	10,59	-0,920	12	11,88	-0,144	14	10,14	-0,520
	+	8	9,19		11	12,14		8	13,88	
	=	16			21			12		
G_TOE	-	18	15,44	-0,948	15	20,60	-1,604**	8	15,31	-1,093
	+	12	15,58		26	21,23		17	11,91	
	=	5			3			9		
G_MAN	-	12	11,17	-0,126	20	14,20	-1,121	14	14,54	-0,747
	+	11	12,91		10	18,10		12	12,29	
	=	12			14			8		
G_AGI	-	26	16,81	-3,248***	18	19,75	-0,483	21	14,43	-2,287**
	+	6	15,17		21	20,21		7	14,71	
	=	3			5			6		
G_AGI.A	-	19	13,00	-2,877***	12	15,21	-1,582*	18	15,11	-1,687**
	+	5	10,60		20	17,28		10	13,40	
	=	11			12			6		
G_AGI.B	-	24	14,60	-3,404***	12	13,79	-0,869*	20	13,68	-2,060**
	+	4	13,88		16	15,03		7	14,93	
	=	7			16			7		
G_AGI.C	-	18	15,00	-1,541*	19	16,95	-0,755	17	15,41	-0,973
	+	10	13,60		14	17,07		12	14,42	
	=	7			11			5		

Tabel 7.5: Resultaten van de Wilcoxon rangorde test betreffende de evolutie in het gebruik van niet-financiële informatie in analistenrapporten (N=35 in 2002-2004; N=44 in 2004-2006; N=34 in 2002-2006) (vervolg)

Categorie		Vergelijking 2004-2002			Vergelijking 2006-2004			Vergelijking 2006-2002		
G_CAT		**Aantal JV**	**Gem. rang**	**z-waarde**	**Aantal JV**	**Gem. rang**	**z-waarde**	**Aantal JV**	**Gem. rang**	**z-waarde**
G_INK	**-**	15	16,77	-0,069	19	18,71	-0,742	11	15,45	-1,043
	+	16	15,28		21	22,12		18	14,72	
	=	4			4			5		
G_INK.A	**-**	8	8,50	0,000	14	10,93	-1,966**	8	5,00	-1,387*
	+	8	8,50		6	9,50		2	7,50	
	=	19			24			24		
G_INK.B	**-**	14	16,14	-0,910	11	12,91	-1,889**	9	11,50	-1,866**
	+	13	11,69		19	17,00		17	14,56	
	=	8			14			8		
G_INK.C	**-**	7	13,57	-0,735	15	15,20	-0,240	11	9,82	-0,269
	+	14	9,71		14	14,79		10	12,30	
	=	14			15			13		

G_CAT: het gebruik van de niet-financiële informatiecategorieën CAT, met CAT = TOT: de geaggregeerde score van de mate van het gebruik van niet-financiële informatie; ANA: analyse van bedrijfsinformatie door het management; ANA.A: redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in prestatiemaatstaven; ANA.B: trends die een effect hebben op de onderneming; TOE: toekomstgerichte informatie; MAN: informatie over het management en de aandeelhouders; AGI: achtergrondinformatie over de onderneming; AGI.A: doelstellingen en strategie; AGI.B: producten en diensten; AGI.C: commerciële belanghebbenden van de onderneming; INK: informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming; INK.A: humaan kapitaal; INK.B: interne structuur; INK.C: externe structuur; Aantal AR: het aantal analistenrapporten dat een afname (-), een toename (+) of geen evolutie (=) in het aantal items dat vermeld wordt over twee analyseperioden; *** significant op 1% niveau; ** significant op 5% niveau; * significant op 10% niveau

Financiële analisten bespreken in de analistenrapporten van 2006 wel meer toekomstgerichte informatie in vergelijking met de eerdere analyseperioden. De analistenrapporten die opgesteld worden in 2006 bevatten tevens meer gegevens van de rubriek INK.B 'Interne structuur'.

De algemene trend is dat de financiële analisten in de tijd eenzelfde hoeveelheid aan niet-financiële informatie vermelden in hun analistenrapporten. Hierdoor kan de hypothese 7.1 niet ondersteund worden. Deze bevinding is verwonderlijk daar ondernemingen in de tijd wel vrijwillig meer niet-financiële informatie verschaft hebben. De financiële analisten verstrekken in de tijd enkel significant meer toekomstgerichte informatie en informatie over de interne structuur van de onderneming.

Diverse redenen kunnen aangehaald worden waarom financiële analisten niet in toenemende mate niet-financiële informatie bespreken in hun analistenrapporten. Ten eerste is volgens het expertinterview met de Belgische financiële analist, het aantal sell-side financiële analisten in België verminderd. Financiële analisten dienen mogelijkerwijze meer ondernemingen te volgen, waardoor zij minder aandacht schenken aan de additionele niet-financiële informatie die ondernemingen rapporteren. Een tweede reden kan zijn dat net omwille van het feit dat ondernemingen extra informatie publiek kenbaar maken, financiële analisten niet gemotiveerd zijn om deze informatie te herhalen in de analistenrapporten. Investeerders kunnen deze gegevens immers vrij makkelijk bekomen in jaarverslagen. Een derde verklaring is dat analisten hun bedenkingen kunnen hebben over de betrouwbaarheid en de juistheid van de vrijwillige informatie omdat deze gegevens niet gecontroleerd zijn door een auditor (Johanson, 2003; Bergamini en Zambon, 2002). Ten vierde nemen financiële analisten mogelijks geen bijkomende niet-financiële informatie op in hun analistenrapporten omwille van beperkingen in tijd en ruimte en/of concurrentiële redenen (Rogers en Grant, 1997). Deze twee laatste redenen zorgen ervoor dat financiële analisten mogelijks niet-financiële informatie gebruiken, maar dat zij deze informatie niet vermelden in hun analistenrapporten.

7.3.2 Survey bij financiële analisten

Als tweede onderzoeksmethode voor het verkrijgen van inzicht in de mate van het gebruik van niet-financiële informatie werd een enquête verstuurd aan alle sell-side financiële analisten actief in een Belgische beursvennootschap. Hiermee wordt getracht de nadelen die een inhoudsanalyse van analistrapporten met zich meebrengen, weg te werken. Arvidsson (2003), Rogers en Grant (1997) en Schipper (1991) suggereren immers dat financiële analisten in hun analistenrapporten mogelijks enkel die informatie opnemen die zij relevant vinden voor het onderbouwen van hun analyses en aanbevelingen. Anders gezegd, het is best veronderstelbaar dat een financiële analist bepaalde niet-financiële informatie gebruikt, maar dat hij of zij deze informatie niet opneemt in een analistenrapport. Hierdoor kunnen de onderzoeksresultaten op basis van een analyse van analistenrapporten licht vertekend zijn.

In de enquête wordt dezelfde lijst van niet-financiële informatie-items gebruikt als in de inhoudsanalyse van analistenrapporten. Elke analist wordt gevraagd om voor elk item op een vijfpunten Likert schaal de mate van gebruik aan te geven. De gemiddelde score van het gebruik van elk niet-financieel informatie-item is opgenomen in kolom 5 van tabel 7.2. De gemiddelde scores in deze tabel variëren tussen de waarde 0 (= nooit gebruikt) en de waarde 4 (= altijd gebruikt). Des te hoger de gemiddelde score is, des te hoger het gebruik van niet-financiële informatie is. Op basis van de gemiddelde scores worden de survey-resultaten in drie groepen van indicatoren ingedeeld als volgt (kolom 5, tabel 7.2):

- Groep 1: De informatie-items die vaak tot altijd gebruikt worden (een gemiddelde score tussen 2,6 en 4);
- Groep 2: De informatie-items die soms gebruikt worden (een gemiddelde score tussen 1,6 en 2,5);
- Groep 3: De informatie-items die zelden tot nooit gebruikt worden (een gemiddelde score tussen 0 en 1,5).

Wanneer de resultaten van tabel 7.2 in detail bekeken worden, stellen we vast dat het item TOE.9 'Bespreking van de verwachtingen van de groei van de

onderneming' met een gemiddelde score van 3,70 het meeste gebruikt wordt door financiële analisten. De enquêteresultaten in tabel 7.2 tonen verder aan dat de zes items die het minste geraadpleegd worden door financiële analisten allemaal tot de subcategorie INK.A 'Humaan kapitaal' behoren. Het item INK.7 'Kwaliteit van het management' is het enige item van deze subrubriek, dat vaak gebruikt wordt door financiële analisten. De gemiddelde score per informatiecategorie is opgenomen in tabel 7.6.

Tabel 7.6: Het gebruik van niet-financiële informatie op basis van de survey gegevens (N=31)

G_CAT	Gemiddelde	Minimum	Maximum	Standaard-afwijking
TOT	2,465	1,056	3,775	0,558
ANA	2,387	1,273	3,636	0,606
ANA.A	2,817	1,500	4,000	0,689
ANA.B	1,871	0,600	3,200	0,682
TOE	2,988	1,545	4,000	0,656
MAN	1,909	0,167	4,000	0,899
AGI	2,877	1,043	4,000	0,697
AGI.A	3,226	1,000	4,000	0,827
AGI.B	2,765	1,200	4,000	0,712
AGI.C	2,884	0,600	4,000	0,876
INK	1,913	0,650	3,450	0,524
INK.A	1,387	0,286	3,714	0,604
INK.B	2,040	0,500	3,250	0,610
INK.C	2,445	1,400	3,800	0,597

G_CAT: het gebruik van de niet-financiële informatiecategorieën CAT, met CAT = TOT: de geaggregeerde score van de mate van het gebruik van niet-financiële informatie; ANA: analyse van bedrijfsinformatie door het management; ANA.A: redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in prestatiemaatstaven; ANA.B: trends die een effect hebben op de onderneming; TOE: toekomstgerichte informatie; MAN: informatie over het management en de aandeelhouders; AGI: achtergrondinformatie over de onderneming; AGI.A: doelstellingen en strategie; AGI.B: producten en diensten; AGI.C: commerciële belanghebbenden van de onderneming; INK: informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming; INK.A: humaan kapitaal; INK.B: interne structuur; INK.C: externe structuur.

In tabel 7.6 stellen we vast dat financiële analisten met een gemiddelde score van 2,46 'soms tot vaak' niet-financiële informatie raadplegen voor het maken van hun analyses. Er zijn evenwel grote verschillen op te merken in de belangen die financiële analisten hechten aan de verschillende informatiecategorieën. Op basis van de bevindingen in tabel 7.6 besluiten we dat financiële analisten vooral achtergrondinformatie over de onderneming (AGI) gebruiken. De items van de

subcategorie AGI.A 'Doelstellingen en strategie' worden door de Belgische financiële analisten zelfs het meest gebruikt. Met een gemiddelde score van 3,23 worden de items van de rubriek AGI.A 'vaak tot altijd' geraadpleegd wanneer een analist een onderneming analyseert. Financiële analisten maken met een gemiddelde score van 2,76, respectievelijk 2,88 'soms tot vaak' gebruik van de subrubrieken AGI.B 'Producten en diensten', respectievelijk AGI.C 'Commerciële belanghebbenden van de onderneming'. Met betrekking tot de subcategorie AGI.C tonen de resultaten in tabel 7.2 (kolom 5) aan dat financiële analisten vaak informatie gebruiken over de concurrenten, terwijl ze de items over de klanten en de leveranciers in beperkte mate raadplegen.

Een tweede belangrijke informatierubriek voor financiële analisten is de categorie TOE 'Toekomstgerichte informatie'. De gemiddelde waarde van 2,99 betekent dat deze informatie 'vaak' gebruikt wordt. Financiële analisten hebben uiteraard nood aan deze informatie om de toekomstige bedrijfsresultaten van een onderneming te voorspellen. De informatie-items opgenomen in de informatiecategorie ANA 'Analyse van bedrijfsinformatie door het management' worden gemiddeld genomen 'soms tot vaak' gebruikt in de analyse van ondernemingen. Financiële analisten hechten wel meer belang aan de informatie-items die opgenomen zijn in de subcategorie ANA.A 'Redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in prestatiemaatstaven' dan aan de items van de subcategorie ANA.B 'Trends die een effect hebben op de onderneming'.

Financiële analisten schenken volgens de resultaten van de survey weinig belang aan de niet-financiële informatiecategorieën MAN 'Informatie over het management en de aandeelhouders' en INK 'Informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming'. In tabel 7.6 vinden we dat analisten weinig gebruik maken van de items van de rubriek INK.A 'Humaan kapitaal' in vergelijking met de items van de rubrieken INK.B 'Interne structuur' en INK.C 'Externe structuur'. Deze twee laatste informatiecategorieën worden met een gemiddelde score van respectievelijk 2,04 en 2,45 op regelmatige basis geraadpleegd, terwijl de rubriek INK.A zelden geraadpleegd wordt met een gemiddelde score van 1,39.

In appendix 2 van dit hoofdstuk worden de survey-resultaten aangaande het gebruik van de individuele niet-financiële informatie-items meer in detail toegelicht.

7.3.3 De vergelijking van de inhoudsanalyse van analistenrapporten en de survey

In deze sectie worden de onderzoeksresultaten van de twee toegepaste onderzoeksmethoden met elkaar vergeleken. Hierbij dient aangestipt te worden dat voorzichtigheid geboden is bij de interpretatie van de onderzoeksresultaten. Er is immers geen perfecte overeenstemming tussen de financiële analisten die de analistenrapporten gepubliceerd hebben en de financiële analisten die de enquête ingevuld hebben. Zo hebben we voor 11 financiële analisten die de enquête ingevuld hebben geen analistenrapport geanalyseerd. Een beperkte vergelijking tussen de resultaten van de enquête van financiële analisten waarvoor we ook analistenrapporten hebben geanalyseerd, toont evenwel geen vertekening in de onderzoeksresultaten.

Indien we in tabel 7.2 voor elk item de frequenties van de inhoudsanalyse van analistenrapporten vergelijken met de gemiddelde score van de survey, kunnen we reeds intuïtief concluderen dat de onderzoeksresultaten van beide methoden met elkaar overeenstemmen. De items die vaker vermeld worden in de analistenrapporten, worden volgens de survey resultaten ook vaker gebruikt door de financiële analisten. Dit vermoeden wordt tevens statistisch vastgesteld middels een correlatieanalyse. Elk informatie-item wordt als een case beschouwd waarbij vervolgens de resultaten van de inhoudsanalyse van analistenrapporten en de survey met elkaar worden gerelateerd. De resultaten van de correlatie-analyse zijn vermeld in tabel 7.7.

Tabel 7.7: Correlatiecoëfficiënten tussen de mate van het gebruik van niet-financiële informatie

	AR 2002	AR 2004	AR 2006	Survey resultaten
AR 2002	1,000	0,920***	0,903***	0,737***
AR 2004	0,913***	1,000	0,965***	0,682***
AR 2006	0,889***	0,950***	1,000	0,743***
Survey resultaten	0,745***	0,722***	0,791***	1,000

Deze tabel bevat de Pearson correlatiecoëfficiënten (bovenste tabeldeel) en de Spearmans' rho correlatiecoëfficiënten (onderste tabeldeel);
AR = analistenrapporten; *** significant op een niveau van 1%

Dat er duidelijke overeenkomsten zijn tussen de survey resultaten en de resultaten van de analistenrapporten, blijkt ook wanneer de gemiddelde scores van beide onderzoeksmethoden voor de verschillende informatiecategorieën met elkaar vergeleken worden. Zo hechten financiële analisten zowel op basis van de survey als op basis van de inhoudsanalyse van analistenrapporten, de meeste aandacht aan de informatierubrieken TOE 'Toekomstgerichte informatie' en AGI 'Achtergrondinformatie over de onderneming' en de minste aandacht aan de informatiecategorieën MAN 'Informatie over het management en de aandeelhouders' en INK 'Informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming'. Verder tonen beide onderzoeksmethoden aan dat financiële analisten vrij vaak informatie gebruiken van de subrubriek ANA.A. De items van de subrubriek ANA.B worden op basis van de survey-resultaten in beperkte mate gebruikt door financiële analisten, hoewel deze informatie weinig of niet vermeld wordt in de analistenrapporten.

De onderzoeksresultaten geven verder aan dat financiële analisten volgens de survey-methode vaker niet-financiële informatie gebruiken dan ze vermelden in de analistenrapporten (tabel 7.2). Op basis van de survey-resultaten wordt bijna de helft van de informatie-items 'vaak' geraadpleegd (groep 1), terwijl slechts 30% van de niet-financiële informatie-items in meer dan de helft van de analistenrapporten wordt besproken (groep 1 en 2). De survey-resultaten tonen verder aan dat financiële analisten slechts 13% van de informatie-items 'zelden' gebruiken (groep 3), terwijl meer dan 40% van de informatie-items in minder dan 20% van de analistenrapporten aan bod komt (groep 4). Deze bevindingen wijzen er dus op dat een analistenrapport niet alle informatie bevat die de opsteller van dit rapport gebruikt. Dit resultaat bevestigt het vermoeden dat in

onder meer de studies van García-meca (2005) en Rogers en Grant (1997) wordt geuit dat de resultaten van een inhoudsanalyse van analistenrapporten met de nodige voorzichtigheid geïnterpreteerd moeten worden. Anderzijds kunnen we op basis van de sterke correlatie tussen de resultaten van beide onderzoeksmethoden besluiten dat de onderzoeksresultaten van een inhoudsanalyse van analistenrapporten betrouwbaar zijn om een idee te krijgen van de mate waarin financiële analisten gebruik maken van bepaalde informatie.

Op basis van de onderzoeksresultaten in tabel 7.2 stellen we voor enkele niet-financiële informatie-items een verschillend gebruik vast naargelang de toegepaste methodologie. Zo behoren volgens het survey-onderzoek de items INK.19 'Gerealiseerde overnames' en AGI.22 'Concurrentiepositie' tot de vijf meest gebruikte niet-financiële informatie-items, maar deze twee items worden echter in minder dan 70% van de analistenrapporten besproken. Ook het item INK.7 'Kwaliteit van het management' wordt volgens de survey-resultaten vaak geraadpleegd door financiële analisten, maar dit item wordt in slechts een beperkt aantal analistenrapporten vermeld. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat analisten zich telkens neutraal wensen op te stellen en geen positieve of negatieve informatie over het management opnemen in hun analistenrapporten. Verder worden de items ANA.5 'Redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in de korte termijn liquiditeit en financiële flexibiliteit', ANA.6 'Uitzonderlijke of buitengewone gebeurtenissen en het historisch effect ervan op de onderneming', TOE.5 'Factoren die het management aanhaalt die aanwezig dienen te zijn in een onderneming om de bedrijfsdoelstellingen te realiseren', TOE.6 'Factoren die het management aanhaalt die aanwezig dienen te zijn in de externe omgeving van de onderneming om de bedrijfsdoelstellingen te realiseren' en AGI.3 'Analyse van de (in)consistentie van de strategie met de belangrijkste trends die een invloed hebben op de onderneming' weinig vermeld in de analistenrapporten, maar worden ze vaak gebruikt volgens de resultaten van de enquête.

Er is ook een omgekeerde relatie vast te stellen. Zo wordt in ongeveer 60% van de analistenrapporten het item AGI.13 'Beschrijving van de productievestigingen en productiecapaciteit' vermeld. Hiermee is dit item één van de meest

besproken informatie-items in analistenrapporten. De survey-resultaten tonen evenwel aan dat dit item het minst gebruikte item van deze informatiecategorie is. Met een gemiddelde score van 1,82 wordt dit item 'zelden tot soms' gebruikt door de financiële analisten. Deze bevinding duidt erop dat analisten eveneens bepaalde informatie melden in hun rapporten, hoewel deze gegevens niet belangrijk zijn in het analyseren en waarderen van een onderneming.

7.4 Conclusie

In dit hoofdstuk wordt de relevantie van niet-financiële informatie voor één van de voornaamste belanghebbenden van beursgenoteerde ondernemingen bestudeerd, met name de sell-side financiële analist. Voor het verkrijgen van meer inzichten in het gebruik van niet-financiële informatie worden twee onderzoeksmethoden toegepast, met name een inhoudsanalyse van analistenrapporten opgesteld door Belgische sell-side financiële analisten en een survey bij deze analisten. Een dergelijk onderzoek is uniek gezien alle andere studies slechts één onderzoeksmethode toepassen. De toepassing van beide methoden verhoogt de betrouwbaarheid van de onderzoeksresultaten omdat de beperkingen van beide methoden opgeheven worden.

De onderzoeksresultaten van beide technieken wijzen uit dat de Belgische sell-side financiële analisten wel degelijk gebruik maken van niet-financiële informatie die ondernemingen vrijwillig verstrekken. Bovendien wordt een gelijklopend stramien vastgesteld tussen de resultaten van beide onderzoeksmethoden. Niet-financiële informatie die gegeven de survey resultaten (minder) vaak gebruikt wordt, wordt eveneens (minder) frequent besproken in de analistenrapporten. Er wordt wel een positieve vertekening geconstateerd tussen de survey-resultaten en de resultaten van de inhoudsanalyse. De meeste items blijken op basis van de survey immers meer gebruikt te worden dan geconcludeerd kan worden op basis van de inhoudsanalyse van analistenrapporten.

De onderzoeksresultaten wijzen verder uit dat informatie opgenomen in de categorieën TOE 'Toekomstgerichte informatie' en AGI 'Achtergrondinformatie over de onderneming' vaak gebruikt wordt, terwijl informatie toegewezen aan de categorieën MAN 'Informatie over het management en de aandeelhouders' en INK 'Informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming onderneming' weinig geraadpleegd wordt door de financiële analist. De items van de rubriek ANA 'Analyse van bedrijfsinformatie door het management' wordt regelmatig gebruikt. Deze onderzoeksresultaten zijn in grote lijnen analoog aan de bevindingen uit eerdere empirische onderzoeken van onder meer Flöstrand (2006), Nielsen (2005), Ho en Wong (2004), Rogers en Grant (1997) en Previts et al. (1994).

Een opmerkelijke bevinding is evenwel dat de analistenrapporten geen toename vertonen in het aantal vermelde niet-financiële informatie-items ondanks het feit dat het management van de beursgenoteerde ondernemingen meer niet-financiële informatie gerapporteerd heeft in jaarverslagen. Onze onderzoeksresultaten tonen zelfs aan dat financiële analisten voor bepaalde informatierubrieken minder informatie verschaffen in de analistenrapporten. We kunnen enkel concluderen dat financiële analisten meer gebruik maken van toekomstgerichte informatie (TOE) en van informatie over de interne structuur van een onderneming (INK.B).

Hoewel de literatuur het belang van informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming benadrukt (o.m. Kallapur en Kwan, 2004; Holthausen en Watts, 2001; Barth en Clinch, 1998), blijkt zowel uit de analyse van analistenrapporten als uit de survey, dat deze informatie niet frequent gebruikt wordt door de financiële analisten. Deze bevinding wordt ook vastgesteld in eerdere studies van De Bos (2002), Catasús en Gröjer (2003) en Blij (2001). Een verklaring voor het mindere gebruik van informatie over het intellectueel kapitaal wordt aangereikt door Dempsey et al. (1997). Zij stellen vast dat de mate waarin analisten toegang hebben tot bepaalde informatie positief gerelateerd is met het informatiegebruik. Sommige niet-financiële prestatiemaatstaven over bijvoorbeeld klantentevredenheid, productkwaliteit en human resources worden weinig gebruikt door financiële analisten omdat deze

gegevens ook moeilijk te verkrijgen zijn. Een andere verklaring is dat de financiële analisten wel overtuigd zijn van het belang van informatie over het intellectueel kapitaal in de waardering van ondernemingen (Eccles en Mavrinac, 1995), maar dat zij hun bedenkingen hebben over de betrouwbaarheid en de validiteit van deze informatie die ondernemingen rapporteren (Johanson, 2003; Barker, 1998).

Als bijkomende reden halen Holland (2003) en Blij (2001) aan dat analisten te weinig ervaring of kennis hebben in de mate waarin informatie over het intellectueel kapitaal een bijdrage levert in het creëren van waarde voor een onderneming. Bukh (2003) en Holland (2003) suggereren dan ook dat het rapporteren van informatie over het intellectueel kapitaal enkel relevant is indien deze informatie gerelateerd wordt aan de strategie van de onderneming om aandeelhouderswaarde te creëren. Het doelloos rapporteren van bepaalde items, zoals nogal eens uitgevoerd wordt door de Belgische ondernemingen, is niet voldoende. Indien de strategie of de wijze waarop een onderneming waarde wil creëren niet wordt gerapporteerd, dienen analisten deze interpretatie zelfstandig te doen waardoor vertekeningen kunnen ontstaan (Dickins en Higgings, 2005).

We dienen bij deze studie eveneens rekening te houden met een aantal beperkingen. Een eerste beperking is de kleinschaligheid van de Belgische kapitaalmarkt, waardoor het aantal financiële analisten dat er werkzaam is, beperkt is. Hierdoor is voorzichtigheid geboden bij het veralgemenen van de onderzoeksresultaten naar andere institutionele omgevingen. Toekomstig onderzoek in internationale context is dan ook vereist. Zo kunnen de financiële analisten in common law landen een verschillend gedrag vertonen in vergelijking met de Belgische financiële analisten omdat de kwaliteit van de financiële informatie er groter is.

Een beperking van de survey methode is dat er geen onderscheid gemaakt wordt tussen de ondernemingen die een financiële analist volgt. We vragen immers om de mate van gebruik van niet-financiële informatie aan te duiden van alle ondernemingen die de financiële analist evalueert. In een toekomstig onderzoek kan specifiek het gebruik van niet-financiële informatie voor één

gevolgde onderneming bevraagd worden. Hierdoor kan de vergelijking met de inhoud van het analistenrapport van deze onderneming accurater gebeuren. In een verder onderzoek kan ook aan de financiële analisten gevraagd worden om de bron van informatie aan te duiden voor het bekomen van de verschillende niet-financiële informatie-items.

7.5 Appendix 1: Gedetailleerde analyse van het gebruik van niet-financiële informatie volgens de inhoudsanalyse van analistenrapporten: analyse per groep

Rekening houdende met het aantal analistenrapporten dat melding maakt van elk niet-financieel informatie-item, wordt elk item toegewezen aan een bepaalde groep. Een samenvatting van het aantal items dat per informatiecategorie tot elk van de vier groepen toegewezen is, is opgenomen in tabel 7.8.

De resultaten opgenomen in tabel 7.8 maken duidelijk dat een beperkt aantal items in meer dan 80% van de analistenrapporten vermeld worden. Meer dan twee derde van de items opgenomen in de informatie-index worden zelfs in minder dan de helft van de analistenrapporten besproken. Bovendien komen bijna de helft van de informatie-items in minder dan 20% van de analistenrapporten (groep 4) aan bod. Deze bevinding is opmerkelijk gezien de informatie-index gebaseerd is op de informatie die de belanghebbenden (inclusief financiële analisten) van de onderneming wensen te bezitten (AICPA, 1994). In de volgende paragrafen worden de groepen meer in detail besproken.

7.5.1 Groep 1: Niet-financiële informatie die vaak tot altijd vermeld wordt in analistenrapporten

Groep 1 bevat de informatie-items die vaak, in meer dan 80% van de analistenrapporten, vermeld worden. In de analistenrapporten 2002 en 2004 worden telkens 6 items vaak vermeld, terwijl in de analistenrapporten 2006 9 items vaak verstrekt worden.

Tabel 7.8: Overzicht van het aantal informatie-items per (sub)categorie toegewezen aan de vier groepen op basis van de inhoudsanalyse van analistenrapporten (N = 52 in 2002; N = 63 in 2004 and N=62 in 2006)

Categorie	Analistenrapporten 2002				Analistenrapporten 2004				Analistenrapporten 2006			
G_CAT	Groep 1	Groep 2	Groep 3	Groep 4	Groep 1	Groep 2	Groep 3	Groep 4	Groep 1	Groep 2	Groep 3	Groep 4
G_TOT (71)*	**6**	**15**	**22**	**28**	**6**	**15**	**15**	**35**	**9**	**12**	**20**	**30**
G_ANA (11)	*1*	*1*	*2*	*7*	*1*	*1*	*3*	*6*	*2*	*0*	*4*	*5*
G_ANA.A (6)	1	1	1	3	1	1	2	2	2	0	3	1
G_ANA.B (5)	0	0	1	4	0	0	1	4	0	0	1	4
G_TOE (11)	*1*	*3*	*7*	*0*	*2*	*3*	*4*	*2*	*3*	*2*	*4*	*2*
G_MAN (6)	*0*	*0*	*2*	*4*	*0*	*1*	*1*	*4*	*0*	*1*	*1*	*4*
G_AGI (23)	*4*	*9*	*5*	*5*	*3*	*7*	*4*	*9*	*4*	*6*	*7*	*6*
G_AGI.A (3)	1	1	1	0	0	2	0	1	0	2	0	1
G_AGI.B (10)	3	5	2	0	3	2	3	2	4	1	4	1
G_AGI.C (10)	0	3	2	5	0	3	1	6	0	3	3	4
G_INK (20)	*0*	*2*	*6*	*12*	*0*	*3*	*3*	*14*	*0*	*3*	*4*	*13*
G_INK.A (7)	0	0	1	6	0	0	1	6	0	0	0	7
G_INK.B (8)	0	0	3	5	0	1	0	7	0	1	2	5
G_INK.C (5)	0	2	2	1	0	2	2	1	0	2	2	1

Groep 1: Het aantal informatie-items vermeld in meer dan 80% van de analistenrapporten; Groep 2: Het aantal informatie-items vermeld tussen de 50% en 80% van de analistenrapporten; Groep 3: Het aantal informatie-items vermeld tussen de 20% en 50% van de analistenrapporten; Groep 4: Het aantal informatie-items vermeld in minder dan 20% van de analistenrapporten; G_CAT: het gebruik van de niet-financiële informatiecategorieën CAT, met CAT = TOT: de geaggregeerde score van de mate van het gebruik van niet-financiële informatie; ANA: analyse van bedrijfsinformatie door het management; ANA.A: redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in prestatiemaatstaven; ANA.B: trends die een effect hebben op de onderneming; TOE: toekomstgerichte informatie; MAN: informatie over het management en de aandeelhouders; AGI: achtergrondinformatie over de onderneming; AGI.A: doelstellingen en strategie; AGI.B: producten en diensten; AGI.C: commerciële belanghebbenden van de onderneming; INK: informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming; INK.A: humaan kapitaal; INK.B: interne structuur; INK.C: externe structuur; * tussen haakjes: het aantal informatie-items opgenomen per niet-financiële informatiecategorie

De informatiecategorie AGI 'Achtergrondinformatie over de onderneming' heeft het grootste aantal items dat vaak aan bod komt in de analistenrapporten. Zo vermeldt meer dan 90% van de analistenrapporten de items AGI.4 'Beschrijving van de sector waartoe de onderneming behoort', AGI.6 'Beschrijving van de voornaamste producten of diensten' en AGI.7 'Beschrijving van de voornaamste markten en marktsegmenten'. In de analyseperiode 2002 vinden de belanghebbenden in meer dan 80% van de analistenrapporten informatie over de strategie van de onderneming (AGI.2), maar een kleiner aantal analistenrapporten vermelden deze informatie in de analyseperiode 2004 en 2006 (een daling met 24% in 2004 en met 12% in 2006 ten opzichte van 2002). Verder bespreekt ongeveer 80% van de analistenrapporten de evolutie in de sector (AGI.4). Bovenstaande items behoren tot de informatiesubcategorieën AGI.A 'Doelstellingen en strategie' en AGI.B 'Producten en diensten'.

Verder vinden de investeerders van een onderneming in de periode 2002-2006 in toenemende mate toekomstgerichte informatie in de analistenrapporten. Zo vermeldt meer dan 80% van de analistenrapporten in 2006 toekomstgerichte informatie over de risico's (item TOE.1) en over de opportuniteiten (item TOE.2) van de onderneming. Deze items werden in 2002 in minder dan 80% van de analistenrapporten vermeld. In elke analyseperiode wordt het item TOE.9 'Bespreking van de verwachtingen inzake de groei van de onderneming' vaak besproken in de analistenrapporten.

Verder wordt het item ANA.3 'Redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in de winstgevendheid' in elke analyseperiode en het item ANA.1 'Redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in het volume van de verkochte goederen of opbrengsten' in de analyseperiode 2006 vaak vermeld. Tabel 7.8 toont ook aan dat geen enkel item van de rubrieken MAN 'Informatie over het management en de aandeelhouders' en INK 'Intellectueel kapitaal van de onderneming' in meer dan 80% van de analistenrapporten aan bod komt.

7.5.2 Groep 2: Niet-financiële informatie die regelmatig vermeld wordt in analistenrapporten

Groep 2 bevat informatie-items die regelmatig, tussen 50% en 80% van de analistenrapporten, vermeld worden. Uit tabel 5.6 kan vastgesteld worden dat de analistenrapporten 2002 en 2004 15 items en de analistenrapporten 2006 12 items bevatten. De informatiecategorie AGI is het best vertegenwoordigd in de tweede groep. Zo vermelden meer dan de helft van de analistenrapporten informatie over de doelstellingen van de onderneming (AGI.1) en over de productievestigingen van de onderneming (AGI.13). Voorts bespreken de analistenrapporten regelmatig gegevens over de concurrenten (de items AGI.20, AGI.21 en AGI.22).

Daarentegen wordt in de tijd in een kleiner aantal analistenrapporten informatie vermeld over de conjunctuurgevoeligheid van de onderneming (AGI.9), over historische macro-economische ontwikkelingen (AGI.11) en over de belangrijkste contracten met klanten en leveranciers (AGI.12), waardoor ze in de analyseperiode 2006 tot groep 3 behoren.

Financiële analisten hechten regelmatig aandacht aan items van de informatiecategorie INK 'Intellectueel kapitaal van de onderneming'. Zo wordt in elke analyseperiode informatie vermeld over de gerealiseerde overnames (INK.19). In de tijd blijken financiële analisten meer gegevens over innovatie (INK.9, een toename met 17% in 2006 in vergelijking met 2002) en over de merken van de onderneming (INK.17, een toename met 33% in 2006 in vergelijking met 2002) te vermelden. Deze resultaten zijn in overeenstemming met de bevindingen van Ho en Wong (2004) en Dempsey et al. (1997). Anderzijds wordt er in de analyseperiode 2006 minder frequent informatie vermeld over het marktaandeel (INK.16, een daling met 17%).

De items TOE.4 'Activiteiten en plannen om de bedrijfsdoelstellingen en de strategie van de onderneming te realiseren' en TOE.7 'Vergelijking van werkelijke prestaties van de onderneming met eerder gerapporteerde opportuniteiten, risico’s of plannen van de onderneming' komt regelmatig aan

bod. Dit laatste item kent een sterke stijging daar het item in 2002 in 21% van de analistenrapporten wordt vermeld en in 2006 in 59% van de analistenrapporten. Tenslotte blijkt het item MAN.2 'Identiteit van de belangrijkste aandeelhouder' in meer dan de helft van de analistenrapporten besproken te worden.

7.5.3 Groep 3: Niet-financiële informatie die soms vermeld wordt in analistenrapporten

Groep 3 bestaat uit informatie-items die tussen de 20% en de 50% van de analistenrapporten vermeld worden. In deze groep worden voor de analyseperiode 2002 22 items, voor de analyseperiode 2004 15 items en voor de analyseperiode 2006 20 items opgenomen. Uit tabel 7.8 blijkt dat elke informatiecategorie met uitzondering van de informatiecategorie MAN 'Informatie over het management en de aandeelhouders' een aantal items heeft die soms aan bod komen in de analistenrapporten.

Een opmerkelijke bevinding in deze groep is de toenemende interesse in informatie over de redenen die het management aanhaalt voor veranderingen in de financiële toestand op korte termijn (ANA.5, met een stijging van 25% in 2006 vergeleken met 2002) en in informatie over uitzonderlijke gebeurtenissen (ANA.6, met een stijging van 17% in 2006 ten opzichte van 2002). Verder toont tabel 7.2 aan dat slechts één item van de subrubriek ANA.B 'Trends die een effect hebben op de onderneming' in meer dan 20% van de analistenrapporten aan bod komt, met name het item over de macro-economische trends (ANA.10). Dit item wordt in de analyseperiode 2006 wel in 16% minder analistenrapporten besproken in vergelijking met 2002. Een gelijkaardige evolutie is op te merken voor het item TOE.10 'Evolutie van toekomstige macro-economische indicatoren en de impact ervan op de onderneming'. Verder hechten financiële analisten minder aandacht in hun analistenrapporten aan de analyse van de consistentie van de strategie met de belangrijkste trends die een effect hebben op de onderneming (AGI.3). Dit item komt in 2006 in 25% minder analistenrapporten aan bod in vergelijking met 2002. Er is tevens een sterke afname in de

frequentie dat de items AGI.8 'Beschrijving van productieprocessen respectievelijk dienstenprocessen' en INK.1 'Vergoeding van de werknemers' vermeld worden in de analistenrapporten. Beide items worden in 2006 toegewezen aan groep 4, terwijl ze in de analyseperiode 2002 nog tot groep 3 behoren. Anderzijds hechten een groter aantal analistenrapporten meer belang aan het item AGI.18 'Mate van klantenspreiding' waardoor het item in de tijd van groep 4 naar groep 3 overgaat.

7.5.4 Groep 4: Niet-financiële informatie die zelden of nooit vermeld wordt in analistenrapporten

Groep 4 bevat de informatie-items die in minder dan 20% van de analistenrapporten besproken worden. Het aantal items in deze groep stijgt van 28 items in de analyseperiode 2002 tot 35 items in de analyseperiode 2004, waarna er een daling is tot 30 items in de analyseperiode 2006. Het blijken vooral de items van de rubrieken ANA.B 'Trends die een effect hebben op de onderneming', MAN 'Informatie over het management en de aandeelhouders', INK.A 'Humaan kapitaal' en INK.B 'Interne structuur' waaraan analisten weinig aandacht schenken.

Diverse items blijken zelfs in geen enkel analistenrapport besproken te worden. Zo wordt in ten minste één analyseperiode geen informatie verschaft over de demografische trends (ANA.8), de transacties met vroegere bestuurders (MAN.6), de onderhandelingspositie van leveranciers (AGI.16), de investeringen in de opleiding van het personeel (INK.2), het personeelsbeleid (INK.4), de jobrotatie (INK.5), de werknemerstevredenheid (INK.6), de organisatiestructuur (INK.13) en de klantentevredenheid (INK.18).

7.6 Appendix 2: Gedetailleerde analyse van het gebruik van niet-financiële informatie volgens de enquête: analyse per groep

Op basis van de gemiddelde score behaald per informatie-item wordt elk item toegewezen aan één van de drie groepen. Groep 1 bevat de informatie-items die vaak gebruikt worden met een gemiddelde score van meer dan 2,5. Groep 2 bevat de items die regelmatig geraadpleegd worden door financiële analisten met een gemiddelde score tussen 1,5 en 2,5. Groep 3 bevat de items die zelden tot nooit gebruikt worden met een gemiddelde score kleiner dan 1,5. Een samenvattend overzicht van het aantal informatie-items per groep en per informatiecategorie is opgenomen in tabel 7.9.

Tabel 7.9: Overzicht van het aantal informatie-items per informatie(sub)categorie toegewezen aan de drie groepen op basis van de survey (N=31)

Categorie	Survey resultaten (N=31)		
G_CAT	Groep 1	Groep 2	Groep 3
G_TOT (71)*	**34 (48%)**	**28 (39%)**	**9 (13%)**
G_ANA (11)	*6 (55%)*	*4 (36%)*	*1 (9%)*
G_ANA.A (6)	5 (83%)	1 (17%)	0 (0%)
G_ANA.B (5)	1 (20%)	3 (60%)	1 (20%)
G_TOE (11)	*10 (91%)*	*1 (9%)*	*0 (0%)*
G_MAN (6)	0 (0%)	*4 (67%)*	*2 (33%)*
G_AGI (23)	*14 (61%)*	*9 (39%)*	*0 (0%)*
G_AGI.A (3)	3 (100%)	0 (0%)	0 (0%)
G_AGI.B (10)	6 (60%)	4 (40%)	0 (0%)
G_AGI.C (10)	5 (50%)	5 (50%)	0 (0%)
G_INK (20)	*4 (20%)*	*10 (50%)*	*6 (30%)*
G_INK.A (7)	1 (14%)	0 (0%)	6 (86%)
G_INK.B (8)	1 (13%)	7 (87%)	0 (0%)
G_INK.C (5)	2 (40%)	3 (60%)	0 (0%)

Groep 1: De informatie-items die vaak gebruikt worden (met een gemiddelde score van meer dan 2,5); Groep 2: De informatie-items die regelmatig gebruikt worden (met een gemiddelde score tussen 1,5 en 2,5); Groep 3: De informatie-items die zelden tot nooit gebruikt worden (met een gemiddelde score kleiner dan 1,5); G_CAT: het gebruik van de niet-financiële informatiecategorieën CAT, met CAT = TOT: de geaggregeerde score van de mate van het gebruik van niet-financiële informatie; ANA: analyse van bedrijfsinformatie door het management; ANA.A: redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in prestatiemaatstaven; ANA.B: trends die een effect hebben op de onderneming; TOE: toekomstgerichte informatie; MAN: informatie over het management en de aandeelhouders; AGI: achtergrondinformatie over de onderneming; AGI.A: doelstellingen en strategie; AGI.B: producten en diensten; AGI.C: commerciële belanghebbenden van de onderneming; INK: informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming; INK.A: humaan kapitaal; INK.B: interne structuur; INK.C: externe structuur; * tussen haakjes: het aantal informatie-items opgenomen per niet-financiële informatiecategorie

Blijkens de bevindingen van tabel 7.9 gebruiken de Belgische financiële analisten gemiddeld genomen 34 informatie-items 'vaak tot altijd' wanneer zij een analyse maken over een onderneming. Daarentegen worden slechts 9 items 'zelden' geraadpleegd. De volgende paragrafen lichten de onderzoeksresultaten per groep meer in detail toe.

7.6.1 Groep 1: Niet-financiële informatie die vaak tot altijd gebruikt wordt door financiële analisten

Uit tabel 7.9 kan afgeleid worden dat ongeveer de helft van de niet-financiële informatie-items vaak gebruikt wordt door de financiële analist. Zo worden alle items die behoren tot de subcategorie AGI.A toegewezen aan deze groep. Bovendien worden 10 van de 11 items van de informatiecategorie TOE vaak gebruikt door de financiële analisten en met uitzondering van één item worden ook alle items van de informatiecategorie ANA.A opgenomen in groep 1. Verder wordt minstens de helft van de items die deel uitmaken van de subcategorieën AGI.B en AGI.C toegewezen aan de eerste groep. Van de categorieën ANA.B, INK.A en INK.B wordt telkens slechts één item vaak geraadpleegd door de financiële analisten. De categorie MAN bevat zelfs geen enkel item dat vaak door analisten gebruikt wordt.

Financiële analisten hechten dus vooral belang aan informatie-items van de rubriek ANA.A. Uit tabel 7.2 kan afgeleid worden dat het item ANA.3 'Redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in de winstgevendheid' een gemiddelde score heeft van 3,42 waardoor dit item het tweede meest gebruikte informatie-item is van alle 71 items. Verder wordt er veel aandacht geschonken aan de items ANA.4 'Redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in de lange termijn financiële positie' en ANA.1 'Redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in het volume verkochte goederen en opbrengsten'. De meerderheid van de items van de subrubriek ANA.B blijkt op regelmatige basis gebruikt te worden. Het item ANA.10 'Identiteit en effect van macro-economische trends' is het enige item van deze subcategorie dat vaak gebruikt wordt door de financiële analisten.

Het item dat door de meeste financiële analisten altijd gebruikt wordt, is het item TOE.9 'Bespreking van de verwachtingen inzake de groei van de onderneming' met een gemiddelde score van 3,70. Daarnaast hechten de financiële analisten veel belang aan de items TOE.2 'Beschrijving en oorzaak van opportuniteiten voor de onderneming' en TOE.4 'Activiteiten en plannen om de bedrijfsdoelstellingen en de strategie van de onderneming te realiseren' (tabel 7.2).

De meest gebruikte informatie-items van de categorie AGI zijn AGI.22 'Concurrentiepositie', AGI.5 'Beschrijving van de evolutie in de sector', AGI.2 'Strategie van de onderneming' AGI.6 'Bespreking van de evolutie van de sector' en AGI.7 'Beschrijving van de voornaamste markten en marktsegmenten'.

Het enige item van de rubriek INK.A 'Humaan kapitaal' dat een analist vaak gebruikt, is het item INK.7 'Kwaliteit van het management'. Een gelijkaardige bevinding wordt vastgesteld door Glaum en Friedrich (2006). Van de rubriek INK.B hechten financiële analisten de meeste aandacht aan het item INK.14 'Technologische knowhow'. Deze informatie is tevens het enige item van deze subcategorie dat vaak bestudeerd wordt door de gemiddelde financiële analist. De resterende items van INK.B behalen een gemiddelde score tussen 1,5 en 2,5 waarmee deze items op regelmatige basis geraadpleegd worden. Financiële analisten zijn meer geïnteresseerd in de items van de subrubriek INK.C. Het item INK.19 'Gerealiseerde overnames' is het meest geraadpleegde item van de informatiecategorie INK en bovendien zelfs het derde meest gebruikte item van de volledige informatie-index. Daarnaast wordt het item INK.16 'Evolutie van het marktaandeel' eveneens vaak gebruikt.

7.6.2 Groep 2: Niet-financiële informatie die regelmatig gebruikt wordt door financiële analisten

De tweede groep bevat 28 informatie-items die regelmatig gebruikt worden door de Belgische sell-side financiële analisten. De meeste items van deze groep maken zowel procentueel als absoluut deel uit van de subrubriek INK.B. Alle

items toegewezen aan INK.B worden met uitzondering van één item regelmatig gebruikt door de financiële analisten. Tabel 7.9 geeft verder aan dat de meerderheid van de items die behoren tot de subcategorieën ANA.B, MAN en INK.C tot groep 2 toegewezen worden, terwijl de helft van de items toegewezen aan AGI.C behoort tot de tweede groep. Het is evenwel opvallend dat vooral informatie over de klanten en de leveranciers 'soms' gebruikt wordt door de financiële analist in de analyse van de onderneming, terwijl de informatie over de concurrenten 'vaak' geraadpleegd wordt. Voorts wordt 40% van de items van de informatiesubcategorie AGI.B toegewezen aan groep 2. De informatiecategorieën ANA.A en TOE zijn met slechts één item vertegenwoordigd in de tweede groep. Verder kent de rubriek INK.A geen enkel item dat regelmatig door analisten gebruikt wordt.

De informatie-items MAN.1 'Identiteit en achtergrondinformatie over bestuurders en uitvoerend management' en MAN.2 'Identiteit van de belangrijkste aandeelhouder' zijn de twee items van de rubriek MAN die regelmatig gebruikt worden door de financiële analisten. De overige items van deze rubriek worden zelden geraadpleegd.

7.6.3 Groep 3: Niet-financiële informatie die zelden gebruikt wordt door financiële analisten

In de derde groep worden de informatie-items toegewezen waarmee financiële analisten zelden rekening houden bij de analyse van een onderneming. Uit tabel 7.9 kan vastgesteld worden dat slechts 9 items toegewezen worden aan de derde groep. Opvallend hierbij is dat 6 van deze 9 items behoren tot de subcategorie INK.A. Daarnaast behoren nog 2 items van de categorie MAN en 1 item van de categorie ANA.B tot deze groep. Analisten hechten ook weinig belang aan het item MAN.4 'Informatie over de vergoedingen van bestuurders' (tabel 7.2). Dit resultaat is echter verwonderlijk gezien de discussie die gevoerd wordt over het al dan niet verplicht ter beschikking stellen van deze informatie.

Hoofdstuk 8: Invloeden op het gebruik van vrijwillige niet-financiële informatie

In hoofdstuk 7 concludeerden we dat financiële analisten van elkaar verschillen met betrekking tot de mate waarin ze gebruik maken van niet-financiële informatie. In dit hoofdstuk wordt onderzocht of dit verschil in gebruik verklaard kan worden door analistspecifieke en/of bedrijfsspecifieke kenmerken. Deze laatste kenmerken zijn verbonden aan de geanalyseerde ondernemingen, terwijl de analistspecifieke kenmerken gerelateerd zijn aan de demografische kenmerken van de financiële analist zoals de ervaring of het opleidingsniveau. Een dergelijke studie is nuttig omdat de onderzoeksresultaten inzicht geven in de wijze waarop niet-financiële informatie gebruikt wordt bij het maken van investeringsbeslissingen. De centrale onderzoeksvraag van dit hoofdstuk luidt als volgt:

> *Welke bedrijfsspecifieke en analistspecifieke determinanten beïnvloeden de mate van het gebruik van niet-financiële informatie door de Belgische sell-side financiële analisten?*

Een onderzoek naar de determinanten die een invloed hebben op het gebruik van niet-financiële informatie door financiële analisten is interessant omwille van het feit dat de ondernemingen hun rapporteringsstategie kunnen aanpassen aan de specifieke karakteristieken van de financiële analisten die hen volgen. Daarnaast is het eveneens nuttig voor financiële analisten om te weten in welke mate hun collega-financiële analisten die gelijkaardige ondernemingen volgen, gebruik maken van informatie van niet-financiële aard.

In de literatuur is er tot op heden weinig aandacht geschonken aan de mate waarin het gebruik van niet-financiële informatie beïnvloed wordt door analistspecifieke en bedrijfsspecifieke kenmerken. Onze studie bouwt verder op de empirische studies van Flöstrand (2006), García-meca et al. (2005) en Nielsen (2005) die de variantie in de informatie vermeld in analistenrapporten trachten te verklaren. Zo vinden García-Meca et al. (2005) dat een analistenrapport meer informatie over het intellectueel kapitaal bevat wanneer

de verhouding tussen de marktwaarde en boekwaarde van het eigen vermogen van de geanalyseerde onderneming groter is. Dit resultaat is niet onlogisch gezien de kloof tussen de marktwaarde en de boekwaarde van het eigen vermogen net ontstaat doordat de deelnemers in de kapitaalmarkt meer gebruik maken van andere dan financiële informatie. García-meca et al. (2005) besluiten verder dat de grootte, de winstgevendheid en de notering op meerdere beursmarkten geen invloed heeft op de hoeveelheid aan informatie over het intellectueel kapitaal die verschaft wordt in analistenrapporten. Flöstrand (2005) komt verder tot de conclusie dat de financiële analisten die ondernemingen volgen die behoren tot de IT-sector of de telecommunicatiesector meer informatie over het intellectueel kapitaal vermelden in de analistenrapporten dan analisten die ondernemingen volgen van de energiesector. Nielsen (2005) onderzoekt de impact van de ervaring van de financiële analist en het aantal ondernemingen dat een financiële analist volgt op de mate van het gebruik van informatie. Op basis van een analyse van 12 analistenrapporten opgesteld voor dezelfde onderneming vindt Nielsen (2005) voor beide variabelen geen betekenis verband.

Bovenstaande empirische studies leveren weinig significante resultaten op. Een mogelijke verklaring is dat de benadering van het gebruik van informatie op basis van een inhoudsanalyse van analistenrapporten geen goede weergave is van het werkelijke gebruik van informatie door de financiële analist. In onze studie maken we dan ook gebruik van de survey-gegevens voor het bepalen van de mate van gebruik van niet-financiële informatie door financiële analisten. De onderzoeksresultaten van de survey werden reeds besproken in voorgaande hoofdstukken.

Barth et al. (2001) veronderstellen wel dat de beslissing van een financiële analist om al dan niet meer (niet-financiële) informatie te gebruiken afhankelijk is van de afweging van de baten en de kosten. Een belangrijke baat voor financiële analisten is het informeren van investeerders over de toestand van een onderneming. Deze baat of de contributie die analisten kunnen leveren, is hoger naarmate investeerders meer moeilijkheden hebben in het interpreteren van de financiële staten van ondernemingen die omgeven zijn met meer

onzekerheid, zoals de kleine ondernemingen of de verlieslatende ondernemingen (Gabrielsen et al., 2002; Amir et al., 1999; Collins et al., 1987). Het gevolg hiervan is dat investeerders nood hebben aan andere, niet-financiële, informatie om de financiële cijfers te interpreteren (Defond en Hung, 2007; Bradbury, 1992). De investeerders hebben evenwel moeite om de niet-financiële informatie te relateren aan de toekomstige bedrijfsresultaten, waardoor zij sneller beroep doen op de kennis en de vaardigheden van de financiële analist (Hayes, 1998; Eccles en Crane, 1988). Indien investeerders in grotere mate beroep doen op de beursanalisten in plaats van een zelfstandige analyse te maken, stijgen de verhandelingscommissies voor de beursvennootschappen waartoe de analist tewerkgesteld is. Anders gezegd, de incrementele bijdrage die financiële analisten kunnen leveren aan investeerders verhoogt bij het volgen van ondernemingen die gekenmerkt worden met meer onzekerheid (Amir et al., 1999). Daar de financiële staten van deze ondernemingen minder relevant zijn, verwachten we dan ook dat de financiële analisten meer moeite doen om gebruik te maken van niet-financiële informatie om inzicht te verwerven in de toekomstige prestaties van de onderneming. De bedrijfsspecifieke kenmerken die we zullen integreren in deze studie, zijn dan ook een benadering voor de onzekerheid van een onderneming.

Daarnaast controleren we ook voor analistspecifieke determinanten die een invloed kunnen hebben op het gebruik van niet-financiële informatie. Hierbij beroepen we ons onder meer op bevindingen uit studies die het gedrag van bedrijfsmanagers bestuderen bij veranderingen in bedrijfsprocessen of bij innovatie. Diverse studies (o.m. Damanpour en Schneider, 2006; Strandholm et al., 2004; Hambrick en Mason, 1984) stellen vast dat de managers die minder ervaring hebben in de onderneming of de managers met een hoger opleidingsniveau meer open staan voor veranderingen of innovatie. Het toegenomen belang van niet-financiële informatie in de waardebepaling van ondernemingen (Breton en Taffler, 2001; Lev en Zarowin, 1999) kan eveneens beschouwd worden als een verandering die financiële analisten dienen te maken in het analyseren van ondernemingen. We verwachten dan ook dat de financiële analisten die minder ervaring hebben en de financiële analisten met een hoger opleidingsniveau meer open staan om niet-financiële informatie te gebruiken.

Dit hoofdstuk wordt aangevat met een bespreking van de bevindingen van eerdere empirische studies waarbij tevens de hypothesen van de onderzochte variabelen worden vermeld. Vervolgens licht de tweede sectie de onderzoeksopzet toe, waarna in sectie 3 de onderzoeksresultaten besproken worden. Het laatste onderdeel van dit hoofdstuk vat de belangrijkste bevindingen samen.

8.1 Bevindingen uit de literatuur en hypothese-opbouw

8.1.1 Invloed van bedrijfsspecifieke determinanten

Een eerste bedrijfsspecifieke variabele die gerelateerd wordt aan het gebruik van niet-financiële informatie is de grootte van een onderneming. Amir et al. (1999) concluderen dat de incrementele bijdrage van financiële analisten groter is naarmate zij kleinere ondernemingen dienen te analyseren. Volgens Kinney en McDaniel (1989) zijn kleinere ondernemingen omgeven met meer onzekerheid omdat ze minder informatie rapporteren en omdat de financiële staten minder relevant zijn. Petra (2007), Yeo et al. (2002), Vafeas (2000), Warfield et al. (1995), Collins en Kothari (1989) en Collins et al. (1987) tonen dan ook aan dat de informatiewaarde van de bedrijfsresultaten kleiner is bij kleinere ondernemingen. Deze bevinding wijst erop dat de toekomstige bedrijfsresultaten voor kleinere ondernemingen minder goed in te schatten zijn op basis van de historische bedrijfsresultaten. We verwachten dan ook dat financiële analisten meer gebruik maken van niet-financiële informatie bij het volgen van kleinere ondernemingen, te meer omdat Defond en Hung (2007) vinden dat investeerders bijkomende informatie vragen aan analisten voor het interpreteren van de bedrijfsresultaten van deze ondernemingen.

We dienen er wel rekening mee te houden dat de grotere ondernemingen publiek meer niet-financiële informatie rapporteren dan de kleinere ondernemingen (Robb et al., 2001; Meek et al., 1995). Dit betekent dat analisten privaat informatie dienen te verzamelen wanneer ze kleinere

ondernemingen volgen. In een theoretisch model van Barron et al. (2002) wordt dan ook aangetoond dat het aandeel van de informatie dat privaat beschikbaar is in de totale informatie groter is naarmate de bedrijfsresultaten minder bruikbaar zijn voor het inschatten van de toekomstige bedrijfsresultaten. Dit model geeft de bevestiging dat financiële analisten daadwerkelijk moeite doen om bepaalde informatie te verzamelen die niet publiek beschikbaar is. We verwachten dan ook dat financiële analisten meer inspanningen leveren om niet-financiële informatie te gebruiken wanneer zij kleinere ondernemingen volgen, waardoor we de volgende hypothese stellen:

Hypothese 8.1: Het gebruik van niet-financiële informatie door een Belgische financiële analist is negatief gerelateerd aan de gemiddelde grootte van de gevolgde ondernemingen.

Amir et al. (1999) vinden dat investeerders meer belang hechten aan de voorspellingen gemaakt door financiële analisten voor verlieslatende ondernemingen daar de gerapporteerde financiële staten van deze ondernemingen minder relevant zijn. Vafeas (2000), Martikainen (1997), Hayn (1995) en DeAngelo et al. (1992) vinden eveneens dat verliezen minder informatief zijn dan winsten in het vaststellen van de toekomstige kasstromen en bedrijfsresultaten van een onderneming. Hierdoor is de onzekerheid bij investeerders groter wanneer zij een investeringsbeslissing dienen te nemen voor verlieslatende ondernemingen (Jenkins, 2003; Kinney en McDaniel, 1989). De investeerders doen in meerdere mate beroep op de kennis van financiële analisten bij het volgen van verlieslatende ondernemingen, waardoor financiële analisten meer inspanningen leveren om gedetailleerde en diepgaande analyses te maken van dergelijke ondernemingen. Als gevolg hiervan wordt verwacht dat de financiële analisten die verlieslatende ondernemingen analyseren meer niet-financiële informatie gebruiken. De volgende hypothese wordt daarom geformuleerd:

Hypothese 8.2: Het gebruik van niet-financiële informatie door een Belgische financiële analist is positief gerelateerd aan het proportionele aantal verlieslatende ondernemingen dat de financiële analist volgt.

Watts en Zimmerman (1978) argumenteren dat de managers meer gebruik maken van de mogelijkheden in het boekhoudsysteem om de bedrijfsresultaten te manipuleren naarmate een onderneming meer schulden heeft. Zij moeten er immers voor zorgen dat de bedrijfsresultaten voldoende hoog zijn voor het dekken van de intresten en de kapitaalaflossingen, zodat er nog dividenden aan de aandeelhouders uitgekeerd kunnen worden. Hierdoor is de informatiewaarde van de bedrijfsresultaten kleiner naarmate een onderneming meer schulden heeft (Petra, 2007; Graham et al., 2002a; Yeo et al., 2002; Martikainen, 1997; Dhaliwal et al., 1991). We verwachten dan ook dat investeerders een bijkomend advies vragen aan financiële analisten indien zij een beslissing nemen voor ondernemingen die een hogere schuldgraad hebben. De toenemende vraag van investeerders naar bijkomende informatie en de dalende relevantie van de financiële maatstaven resulteren in de assumptie dat financiële analisten meer gebruik maken van niet-financiële informatie indien ze ondernemingen volgen die een hogere schuldgraad hebben. De volgende hypothese wordt gesteld:

Hypothese 8.3: Het gebruik van niet-financiële informatie door een Belgische financiële analist is positief gerelateerd aan de gemiddelde schuldgraad van de gevolgde ondernemingen.

De informatiewaarde van de financiële informatie is kleiner bij ondernemingen die een grotere variabiliteit in de beursrendementen vertonen (Vafeas, 2000; Warfield et al., 1995; Lipe, 1990). De investeerders ervaren in deze situatie meer onzekerheid over de toekomstige bedrijfsresultaten waardoor zij sneller advies vragen aan de financiële analist. Het gevolg hiervan is dat de contributie voor financiële analisten groter wordt, waardoor zij meer niet-financiële informatie gebruiken (Barron et al., 2002). Hierdoor wordt de volgende hypothese vooropgesteld:

Hypothese 8.4: Het gebruik van niet-financiële informatie door een Belgische financiële analist is positief gerelateerd aan de gemiddelde variabiliteit van de aandelenrendementen van de gevolgde ondernemingen.

Flöstrand (2006), Liang en Yao (2005) en Lev en Zarowin (1999) stellen dat de relevantie van niet-financiële informatie afhankelijk is van de sector waarin een onderneming actief is. Het belang van deze informatie zal groter zijn in sectoren waar de financiële informatie minder relevant is. Kwon (2002) en Amir en Lev (1996) vinden bijvoorbeeld dat de verplichte financiële informatie minder relevant is in hoogtechnologische sectoren zoals de biotechnologie sector of de halfgeleiders. We kunnen in het algemeen stellen dat de financiële informatie van de hoogtechnologische ondernemingen ontoereikend is om de waarde van deze onderneming in te schatten (Walker en Louvari, 2003). Hierdoor dienen investeerders en financiële analisten gebruik te maken van bijkomende niet-financiële informatie om deze ondernemingen te analyseren, waardoor de incrementele bijdrage van de financiële analist verhoogt. Bovendien vinden Rajan en Zingales (1998) dat hoogtechnologische ondernemingen meer beroep doen op extern kapitaal voor de financiering van hun activiteiten, waardoor deze ondernemingen aantrekkelijk zijn om te analyseren.

In de empirische literatuur stellen we reeds vast dat financiële analisten meer informatie over het intellectueel kapitaal verstrekken in hun analistenrapporten indien de onderneming actief is in de telecommunicatiesector of de IT-sector (Flöstrand, 2006). Ook Bell (1984) concludeert op basis van een experiment bij 30 financiële analisten dat deze analisten meer niet-numerische dan numerische gegevens gebruiken wanneer zij ondernemingen analyseren die actief zijn in onderzoek en ontwikkeling. Voor productieondernemingen wordt geen verschil vastgesteld tussen het gebruik van numerische en niet-numerische informatie.

In analogie met Lennox en Park (2006) en Kasznik en Lev (1995) wijzen we de ondernemingen toe tot hetzij de groep van de hoogtechnologische ondernemingen, hetzij de groep van de laagtechnologische ondernemingen. We maken de assumptie dat financiële analisten meer gebruik maken van niet-

financiële informatie naarmate zij meer ondernemingen volgen die actief zijn in de hoogtechnologische sectoren omdat de financiële informatie van deze ondernemingen minder relevant is. De verwachting resulteert in de volgende hypothese:

Hypothese 8.5: Het gebruik van niet-financiële informatie door een Belgische financiële analist is positief gerelateerd aan het proportionele aantal ondernemingen uit hoogtechnologische sectoren dat de financiële analist volgt.

8.1.2 Invloed van analistspecifieke determinanten

Een eerste analistspecifieke variabele die gerelateerd wordt aan het gebruik van niet-financiële informatie is de ervaring van de financiële analist. Zowel een positief als een negatief verband kan geargumenteerd worden. Enerzijds kunnen de meer ervaren financiële analisten meer gebruik maken van niet-financiële informatie. Zij hebben makkelijker toegang tot informatie die ondernemingen privaat verstrekken omdat zij over een langere periode contacten opgebouwd hebben met het management van ondernemingen (Sakakibara et al., 2005; Hodgekinson, 2001; Clement, 1999). Sakakibari et al. (2005) vinden dat het gebruik van enkele informatie-items over het intellectueel kapitaal van een onderneming (zoals informatie over de werknemerstevredenheid, opleiding, klantentevredenheid of opvolging) positief gerelateerd is aan de ervaring van een financiële analist.

Anderzijds kan ook een negatieve relatie verwacht worden tussen het gebruik van niet-financiële informatie en de ervaring van een financiële analist. Zo argumenteert Nielsen (2005) dat de minder ervaren financiële analisten hun reputatie dienen op te bouwen op de kapitaalmarkt waardoor ze meer gebruik maken van niet-financiële informatie en deze informatie ter beschikking stellen aan de investeerders en beleggers. Bovendien vinden Frederickson en Miller (2004), Hunton en McEwen (1997) en Bouwman et al. (1987) dat de minder ervaren analisten nog geen vastgelegd stramien hebben om bepaalde informatie

te gebruiken. De meer ervaren analisten daarentegen hebben vastgelegde informatiebehoeften en zijn weinig gemotiveerd om dit stramien aan te passen.

In onze studie verwachten we een negatief verband vast te stellen tussen het gebruik van niet-financiële informatie en de ervaring van de financiële analist. In hoofdstuk 1 stelden we reeds vast dat het belang van niet-financiële informatie sterk toegenomen is gedurende het laatste decennium. Hierdoor dienen financiële analisten ook meer rekening te houden met niet-financiële informatie wanneer zij de toekomstige bedrijfsresultaten inschatten (Francis et al., 2002). De meer ervaren analisten hebben evenwel een vast patroon van informatie-items die zij gebruiken en vertonen weinig intenties om andere informatie te raadplegen. We verwachten dat het aanpassingsproces moeilijker verloopt voor de meer ervaren analisten, waarvoor we ons ook kunnen baseren op bevindingen uit de managementliteratuur.

Diverse studies in de managementliteratuur stellen vast dat managers die gedurende een langere periode een bepaalde taak uitoefenen, minder open zijn voor veranderingen en innovatie. Ze hebben een psychologische overtuiging om alles bij het oude te laten (Strandholm et al., 2004; Guthrie et al., 1991; Bantel en Jackson, 1989; Hambrick en Mason, 1984). De minder ervaren managers hebben nog frisse ideeën waardoor zij meer open staan voor veranderingen. Toegepast op de steekproef van financiële analisten kan verwacht worden dat de meer ervaren analisten minder zin hebben om hun gedrag aan te passen aan de veranderende omstandigheden, waardoor zij minder niet-financiële informatie raadplegen.

Bovendien stellen Clement et al. (2003) vast dat de meer ervaren analisten die actief zijn in 'code law' landen minder moeite doen om nauwkeurigere voorspellingen te maken dan de meer ervaren analisten uit de 'common law' landen. In 'code law' landen is er immers minder druk vanuit de kapitaalmarkt om nauwkeurige voorspellingen te maken en bovendien dienen de analisten minder bevreesd te zijn dat ze hun job verliezen. De meer ervaren analisten in de 'code law' landen doen dus minder moeite om additionele informatie over een onderneming op te zoeken en te interpreteren.

In onze studie definiëren we ervaring als het aantal jaren dat de analist de functie van financiële analist uitvoert (Clement, 1999). Gedurende deze periode heeft de financiële analist vaardigheden ontwikkeld in het voorspellen van het bedrijfsresultaat en in het bepalen van de waarde van de gevolgde ondernemingen. We verwachten een negatief verband vast te stellen tussen de ervaring van de financiële analist en het gebruik van niet-financiële informatie. We vermoeden dat de meer ervaren financiële analisten minder intenties hebben om hun informatiebehoeften te wijzigen. Hierdoor wordt de volgende hypothese geformuleerd:

Hypothese 8.6: Het gebruik van niet-financiële informatie van een Belgische financiële analist is negatief gerelateerd aan de algemene ervaring van de analist.

De complexiteit van de portefeuille van ondernemingen die een analist dient te volgen, kan een invloed hebben op de hoeveelheid aan niet-financiële informatie die een analist raadpleegt. De moeilijkheidsgraad van een portefeuille kan onder meer benaderd worden als het aantal ondernemingen dat een analist dient te analyseren. Nielsen (2005) bestudeert de invloed van deze variabele op de hoeveelheid aan informatie die opgenomen is in het analistenrapport van 11 financiële analisten die dezelfde onderneming volgen, maar hij vindt geen significant verband.

We verwachten dat de financiële analisten die minder ondernemingen volgen meer gebruik maken van niet-financiële informatie. Zij kunnen gedetailleerde analyses maken over de onderneming. Indien een analist daarentegen meerdere ondernemingen volgt, dient hij of zij de beschikbare tijd te verdelen over deze ondernemingen, waardoor minder tijd beschikbaar is om zich te concentreren op alle beschikbare informatie (Clement, 1999; Jacob et al., 1999).

Op basis van bovenstaande argumentatie verwachten we dat financiële analisten omwille van het tijdsaspect minder gebruik maken van niet-financiële informatie naarmate hij of zij meer ondernemingen volgt. De volgende hypothese wordt onderzocht:

Hypothese 8.7: *Het gebruik van niet-financiële informatie door een Belgische financiële analist is negatief gerelateerd aan het aantal gevolgde ondernemingen.*

8.1.3 Samenvatting van de hypothesen

De bovenstaande hypothesen worden in tabel 8.1 samengevat.

Tabel 8.1: Samenvattend overzicht van de hypothesen

Determinanten	**G_CAT[1]**
Bedrijfsspecifieke kenmerken:	
De gemiddelde grootte van de ondernemingen die de financiële analist volgt	-
Het proportionele aantal verlieslatende ondernemingen dat de financiële analist volgt	+
De gemiddelde schuldgraad van de ondernemingen die de financiële analist volgt	+
De gemiddelde variabiliteit van de aandelenrendementen van de ondernemingen die de financiële analist volgt	+
Het proportionele aantal ondernemingen uit hoogtechnologische sectoren dat de financiële analist volgt	+
Analistspecifieke kenmerken:	
De algemene ervaring van de financiële analist	-
Het aantal ondernemingen dat de financiële analist volgt	-

[1] G_CAT: Richting van het verband met het gebruik van niet-financiële informatie

8.2 Onderzoeksopzet

Voor het toetsen van de hypothesen wordt de afhankelijke variabele – de mate van het gebruik van niet-financiële informatie door de financiële analist – gemeten aan de hand van de scores bekomen uit de survey die uitgevoerd werd bij Belgische sell-side financiële analisten. Voor meer details over de steekproeftrekking kan verwezen worden naar hoofdstuk 6. De bespreking van de onderzoeksresultaten van de mate waarin deze financiële analisten niet-financiële informatie raadplegen, is opgenomen in hoofdstuk 7. De resultaten van de inhoudsanalyse van de analistenrapporten worden niet gebruikt als een benadering voor het gebruik van niet-financiële informatie omdat deze documenten mogelijks niet alle informatie bevatten die een analist gebruikt. Bovendien zijn we niet in het bezit van de analistspecifieke kenmerken van een

aantal financiële analisten waarvan een analistenrapport opgenomen is in de steekproef.

De verschillende onafhankelijke variabelen worden verzameld middels raadpleging van diverse databronnen. De analistspecifieke determinanten (zoals bijvoorbeeld de ervaring of het aantal gevolgde ondernemingen) worden bevraagd in de survey. De bedrijfsspecifieke data worden bekomen uit de database Belfirst. Deze database bevat jaarrekeninggegevens en financiële prestatiemaatstaven voor alle Belgische ondernemingen. We selecteren de nodige bedrijfsspecifieke gegevens voor elke onderneming die door elke Belgische financiële analist gevolgd wordt. Deze maatstaven hebben betrekking op het boekjaar 2004 omdat de data voor de afhankelijke variabelen verzameld werden in het voorjaar van 2005.

Het basismodel van onze analyse is de volgende:

$$G\_CAT_{ij} = \alpha + \beta_1 GRO_i + \beta_2 VERLIES_i + \beta_3 SCHULD_i + \beta_4 VAR\_AR_i + \beta_5 SEC_i + \beta_6 A\_ERV_i + \beta_7 A\_OND_i + \varepsilon$$

De omschrijving en de definiëring van de afhankelijke en de onafhankelijke variabelen zijn opgenomen in tabel 8.2.

De modellen worden geschat met behulp van de rangorde regressiemethode. Deze statistische techniek is een geschikte methode wanneer het aantal observaties beperkt zijn en wanneer er ordinale data gebruikt worden (Cronan et al., 1986).

Tabel 8.2: Omschrijving en definiëring van de variabelen

Variabele	Omschrijving	Definiëring
Afhankelijke variabele:		
G_CAT_i	Het gebruik van informatiecategorie CAT door financiële analist i (op basis van de survey)	Het gemiddeld gebruik in 2004 van de informatie-items van elke informatiecategorie CAT door financiële analist i waarbij CAT = TOT: de geaggregeerde score van niet-financiële informatie; ANA: analyse van bedrijfsinformatie door het management; ANA.A: redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in prestatiemaatstaven; ANA.B: trends die een effect hebben op de onderneming; TOE: toekomstgerichte informatie; MAN: informatie over het management en de aandeelhouders; AGI: achtergrond-informatie over de onderneming; AGI.A: doelstellingen en strategie; AGI.B: producten en diensten; AGI.C: commerciële belanghebbenden van de onderneming; INK: informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming; INK.A: humaan kapitaal; INK.B: interne structuur; INK.C: externe structuur
Onafhankelijke variabelen:		
Bedrijfsspecifieke determinanten		
GRO_i	De gemiddelde grootte van de ondernemingen die financiële analist i volgt	Het gemiddelde balanstotaal van het boekjaar 2004 van de ondernemingen gevolgd door financiële analist i
$VERLIES_i$	Het proportionele aantal verlieslatende ondernemingen dat financiële analist i volgt	Het proportionele aantal ondernemingen dat een negatief nettoresultaat na belastingen heeft van de ondernemingen gevolgd door financiële analist i in 2004
$SCHULD_i$	De gemiddelde schuldgraad van de ondernemingen die financiële analist i volgt	De gemiddelde verhouding tussen de schulden op lange termijn en korte termijn op het totale vermogen van de ondernemingen gevolgd door financiële analist i in 2004
VAR_AR_i	De gemiddelde variabiliteit in de aandelenrendementen van de ondernemingen die financiële analist i volgt	De gemiddelde standaardafwijking van de maandelijkse aandelenrendementen van de ondernemingen gevolgd door financiële analist i in 2004
SEC_i	Het proportionele aantal ondernemingen uit hoogtechnologische sectoren dat financiële analist i volgt	Het proportionele aantal ondernemingen dat behoort tot de hoogtechnologische sector van de ondernemingen gevolgd door financiële analist i in 2004

Tabel 8.2: Omschrijving en definiëring van de variabelen (vervolg)

Variabele	Omschrijving	Definiëring
Analistspecifieke determinanten		
A_ERV_i	De algemene ervaring van financiële analist i	Het aantal jaren ervaring van financiële analist i in 2005
A_OND_i	Het aantal ondernemingen dat financiële analist i volgt	Het aantal ondernemingen gevolgd door financiële analist i in 2004
ε	restterm	

8.3 Onderzoeksresultaten

In de volgende paragrafen worden de resultaten besproken van de invloed van de analistspecifieke en de bedrijfsspecifieke determinanten op de mate van het gebruik van niet-financiële informatie. De beschrijvende statistieken van de onafhankelijke variabelen zijn opgenomen in tabel 8.3. De afhankelijke variabele is het gebruik van niet-financiële informatie door financiële analisten. Voor een gedetailleerde bespreking van deze gegevens kan verwezen worden naar hoofdstuk 7. Ter herinnering kan gemeld worden dat financiële analisten vooral toekomstgerichte informatie en achtergrondinformatie over de onderneming vaak gebruiken, terwijl er minder aandacht geschonken wordt aan informatie over het humaan kapitaal en aan trends die een invloed hebben op de onderneming.

Voor een bespreking van de analistspecifieke determinanten kan reeds verwezen worden naar hoofdstuk 6. We kunnen additioneel stellen dat een analist gemiddeld 7,5 jaar ervaring heeft in het analyseren van ondernemingen. Belgische financiële analisten analyseren gemiddeld genomen 8 bedrijven, maar er zijn grote verschillen in het aantal ondernemingen die financiële analisten dienen te evalueren.

Tabel 8.3: Beschrijvende statistieken van de afhankelijke en onafhankelijke variabelen (N=31)

Variabele	Gemiddelde	Minimum	Maximum	Standaard-afwijking	Skewness	Kurtosis
G_TOT_i	2,465	1,056	3,775	0,558	-0,315	0,889
G_ANA_i	2,387	1,273	3,636	0,606	0,273	0,034
$G\_ANA.A_i$	2,817	1,500	4,000	0,689	0,080	-0,706
$G\_ANA.B_i$	1,871	0,600	3,200	0,682	0,138	-0,665
G_TOE_i	2,988	1,545	4,000	0,656	-0,422	-0,736
G_MAN_i	1,909	0,167	4,000	0,899	0,401	0,124
G_AGI_i	2,877	1,043	4,000	0,697	-0,429	0,804
$G\_AGI.A_i$	3,226	1,000	4,000	0,827	-0,905	0,195
$G\_AGI.B_i$	2,765	1,200	4,000	0,712	-0,561	0,200
$G\_AGI.C_i$	2,884	0,600	4,000	0,876	-0,553	0,706
G_INK_i	1,913	0,650	3,450	0,524	0,181	2,264
$G\_INK.A_i$	1,387	0,286	3,714	0,604	1,616	6,649
$G\_INK.B_i$	2,040	0,500	3,250	0,610	-0,321	0,608
$G\_INK.C_i$	2,445	1,400	3,800	0,597	0,369	0,302
GRO_i	8384937[1]	81501[1]	53680000[1]	12228575	2,528	6,683
$VERLIES_i$	0,165	0	1	0,223	2,079	5,408
$SCHULD_i$	0,468	0,146	0,663	0,133	-0,430	-0,587
VAR_AR_i	0,089	0,033	0,138	0,027	-0,538	-0,062
SEC_i	0,199	0	0,667	0,220	0,721	-0,365
A_ERV_i	7,452	1	26	4,884	1,955	6,046
A_OND_i	8,226	2	15	3,739	0,298	-0,874

G_CAT_i = het gebruik van de niet-financiële informatiecategorie CAT door financiële analist i met CAT = TOT: de geaggregeerde score van niet-financiële informatie; ANA: analyse van bedrijfsinformatie door het management; ANA.A: redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in prestatiemaatstaven; ANA.B: trends die een effect hebben op de onderneming; TOE: toekomstgerichte informatie; MAN: informatie over het management en de aandeelhouders; AGI: achtergrondinformatie over de onderneming; AGI.A: doelstellingen en strategie; AGI.B: producten en diensten; AGI.C: commerciële belanghebbenden van de onderneming; INK: informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming; INK.A: humaan kapitaal; INK.B: interne structuur; INK.C: externe structuur; GRO_i: de gemiddelde grootte van de ondernemingen die financiële analist i volgt; $VERLIES_i$: het proportionele aantal verlieslatende ondernemingen dat financiële analist i volgt; $SCHULD_i$: de gemiddelde schuldgraad van de ondernemingen die financiële analist i volgt; VAR_AR_i: de gemiddelde variabiliteit in de aandelenrendementen van de ondernemingen die financiële analist i volgt; SEC_i: het proportionele aantal ondernemingen uit de hoogtechnologische sectoren dat financiële analist i volgt; A_ERV_i: de algemene ervaring van financiële analist i; A_OND_i: het aantal ondernemingen dat financiële analist i volgt.

[1] in duizendtallen

Met betrekking tot de bedrijfsspecifieke kenmerken vinden we onder meer dat 17% van de door de financiële analist gevolgde ondernemingen verlieslatend is. De gemiddelde schuldgraad van de ondernemingen die een financiële analist volgt, bedraagt net iets minder dan 50%. Verder is ongeveer 20% van de ondernemingen die een financiële analist volgt, actief in een hoogtechnologische sector. Tabel 8.4 bevat de correlatiecoëfficiënten van de onafhankelijke variabelen.

Tabel 8.4: Spearmans' rho correlatiecoëfficiënten tussen de afhankelijke en de onafhankelijke variabelen (N=31)

	GRO_i	$VERLIES_i$	$SCHULD_i$	VAR_AR_i	SEC_i	A_ERV_i	A_OND_i
G_TOT_i	-0,181	-0,045	0,226	0,418***	-0,202	-0,046	0,168
G_ANA_i	0,089	-0,053	0,313**	0,352**	-0,246*	-0,081	0,040
$G\_ANA.A_i$	-0,104	0,061	0,391**	0,444***	-0,143	0,083	0,050
$G\_ANA.B_i$	0,180	-0,166	0,120	0,112	-0,333**	-0,242*	0,047
G_TOE_i	-0,070	-0,188	0,151	0,317***	-0,239*	-0,242*	0,161
G_MAN_i	0,027	0,115	0,212	0,299*	-0,372**	0,019	0,264*
G_AGI_i	-0,282*	-0,070	0,219	0,336**	-0,198	-0,023	0,206
$G\_AGI.A_i$	-0,107	-0,102	0,113	0,396***	-0,378***	-0,028	0,240*
$G\_AGI.B_i$	-0,061	-0,074	0,135	0,417***	-0,330*	-0,034	0,282*
$G\_AGI.C_i$	-0,324**	-0,008	0,211	0,202	-0,079	0,000	0,170
G_INK_i	-0,315*	0,037	0,274*	0,204	0,119	-0,006	-0,034
$G\_INK.A_i$	-0,232	0,108	0,181	0,141	0,026	0,041	0,001
$G\_INK.B_i$	-0,293*	0,017	0,252*	0,267*	0,246*	0,039	-0,018
$G\_INK.C_i$	-0,113	-0,079	0,240*	0,278*	-0,089	-0,104	-0,039
GRO_i		-0,272	-0,195	0,159	-0,282*	0,102	0,083
$VERLIES_i$			0,023	-0,021	0,475***	-0,105	0,031
$SCHULD_i$				-0,054	0,126	0,129	-0,223
VAR_AR_i					-0,091	0,348*	0,067
SEC_i						-0,142	-0,206
A_ERV_i							0,360**

Deze tabel bevat de Spearmans' rho correlatiecoëfficiënten van de variabelen G_CAT_i = het gebruik van de niet-financiële informatiecategorie CAT door financiële analist i met CAT = TOT: de geaggregeerde score van niet-financiële informatie; ANA: analyse van bedrijfsinformatie door het management; ANA.A: redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in prestatiemaatstaven; ANA.B: trends die een effect hebben op de onderneming; TOE: toekomstgerichte informatie; MAN: informatie over het management en de aandeelhouders; AGI: achtergrondinformatie over de onderneming; AGI.A: doelstellingen en strategie; AGI.B: producten en diensten; AGI.C: commerciële belanghebbenden van de onderneming; INK: informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming; INK.A: humaan kapitaal; INK.B: interne structuur; INK.C: externe structuur; GRO_i: de gemiddelde grootte van de ondernemingen die financiële analist i volgt; $VERLIES_i$: het proportionele aantal verlieslatende ondernemingen dat financiële analist i volgt; $SCHULD_i$: de gemiddelde schuldgraad van de ondernemingen die financiële analist i volgt; VAR_AR_i: de gemiddelde variabiliteit in de aandelenrendementen van de ondernemingen die financiële analist i volgt; SEC_i: het proportionele aantal ondernemingen uit de hoogtechnologische sectoren dat financiële analist i volgt; A_ERV_i: de algemene ervaring van financiële analist i; A_OND_i: het aantal ondernemingen dat financiële analist i volgt.
*** significant op 1% niveau; ** significant op 5% niveau; * significant op 10% niveau

De univariate analyses opgenomen in tabel 8.4 tonen aan dat financiële analisten meer niet-financiële informatie gebruiken wanneer de ondernemingen die zij volgen omgeven zijn met meer onzekerheid, zoals ondernemingen met een hogere schuldgraad of ondernemingen met een sterkere variabiliteit in de aandelenrendementen. In tegenstelling tot de verwachtingen maken de financiële analisten die de eerder laagtechnologische ondernemingen volgen meer gebruik van niet-financiële informatie. Analisten met minder ervaring en

analisten die een groter aantal ondernemingen volgen, raadplegen eveneens meer niet-financiële informatie.

Op basis van tabel 8.4 kan verder besloten worden dat de financiële analisten die de eerder hoogtechnologische ondernemingen volgen eerder de verlieslatende ondernemingen analyseren. Deze bevinding is te verklaren doordat de hoogtechnologische ondernemingen hogere afschrijvings- en financieringskosten hebben (cfr. hoofdstuk 4), waardoor het bedrijfsresultaat negatief beïnvloed wordt. Bovendien betreffen hoogtechnologische ondernemingen eerder de startende ondernemingen die hogere investeringskosten hebben. Uit de correlatietabel 8.4 besluiten we eveneens dat de ervaring van een financiële analist positief gerelateerd is met het aantal ondernemingen dat een financiële analist dient te volgen. Dit resultaat wordt mogelijks verantwoord doordat de minder ervaren analisten zich dienen in te werken in de materie, waardoor zij minder ondernemingen toegewezen krijgen.

Zoals reeds toegelicht, maken we voor het uitvoeren van de multivariate analyse gebruik van de rangorde regressiemethode. De multivariate regressieresultaten worden vermeld in tabel 8.5.

Op basis van de VIF-waarde kan besloten worden dat er geen sprake is van multicollineariteit tussen de verschillende onafhankelijke variabelen. De VIF-waarde bedraagt 1,869 en is hiermee kleiner dan de maximale grens van 10.

Tabel 8.5: Multivariate regressieresultaten van de invloed van bedrijfsspecifieke en analistspecifieke determinanten op het gebruik van niet-financiële informatie (N=31)

G_CAT_i	Constante	GRO_i	$VERLIES_i$	$SCHULD_i$	VAR_AR_i	SEC_i	A_ERV_i	A_OND_i	R^2	F-waarde
TOT_i	9,188	-0,262	0,446	0,391	0,496	-0,504	-0,366	0,224	0,534	5,911***
	(1,635)*	(-1,937)**	(2,927)***	(2,889)***	(3,646)***	(-3,188)***	(-2,414)**	(1,544)*		
ANA_i	4,062	0,078	0,313	0,543	0,407	-0,419	-0,323	0,147	0,345	3,261**
	(0,611)	(0,489)	(1,738)**	(3,396)***	(2,531)***	(-2,241)**	(-1,804)**	(0,855)		
$ANA.A_i$	1,302	-0,116	0,397	0,527	0,478	-0,364	-0,115	0,112	0,474	4,862***
	(0,219)	(-0,813)	(2,461)**	(3,687)***	(3,325)***	(-2,175)**	(-0,720)	(0,726)		
$ANA.B_i$	14,750	0,119	0,135	0,380	0,142	-0,425	-0,422	0,151	0,114	1,552
	(1,920)**	(0,643)	(0,646)	(2,056)**	(0,762)	(-1,969)**	(-2,039)**	(0,758)		
TOE_i	9,920	-0,125	0,253	0,392	0,504	-0,391	-0,604	0,351	0,439	4,347***
	(1,611)	(-0,844)	(1,517)*	(2,648)***	(3,379)***	(-2,259)**	(-3,636)***	(2,201)**		
MAN_i	8,925	-0,105	0,210	0,423	0,297	-0,508	-0,245	0,370	0,307	2,898**
	(1,308)	(-0,637)	(1,136)	(2,577)***	(1,797)**	(-2,645)***	(-1,333)*	(2,093)***		
AGI_i	9,710	-0,341	0,471	0,340	0,440	-0,502	-0,296	0,281	0,550	6,235***
	(1,759)*	(-2,564)***	(3,147)***	(2,560)***	(3,292)***	(-3,235)***	(-1,986)**	(1,964)**		
$AGI.A_i$	13,927	-0,243	0,221	0,225	0,454	-0,534	-0,315	0,322	0,400	3,852***
	(2,258)**	(-1,637)*	(1,319)	(1,516)*	(3,041)***	(-3,079)***	(-1,893)**	(2,016)**		
$AGI.B_i$	7,563	-0,125	0,352	0,361	0,501	-0,522	-0,374	0,334	0,465	4,737***
	(1,259)	(-0,862)	(2,160)**	(2,498)**	(3,444)***	(-3,089)***	(-2,311)**	(2,151)**		
$AGI.C_i$	10,894	-0,333	0,564	0,256	0,239	-0,448	-0,168	0,208	0,410	3,979***
	(1,727)*	(-2,193)**	(3,300)***	(1,688)*	(1,565)*	(-2,525)***	(-0,986)*	(1,274)		
INK_i	10,727	-0,385	0,279	0,310	0,175	-0,078	0,022	0,006	0,213	2,161*
	(1,472)*	(-2,197)**	(1,414)*	(1,770)**	(0,993)	(-0,379)	(0,111)	(0,031)		
$INK.A_i$	14,018	-0,340	0,222	0,182	0,028	-0,049	0,020	0,061	0,011	1,050
	(1,727)*	(-1,744)**	(1,011)	(0,932)	(0,143)	(-0,214)	(0,093)	(0,289)		
$INK.B_i$	8,043	-0,401	0,339	0,276	0,146	0,028	0,102	0,007	0,335	3,161**
	(1,205)	(-2,498)**	(1,874)**	(1,720)**	(0,904)	(0,147)	(0,569)	(0,040)		
$INK.C_i$	14,381	-0,168	0,142	0,411	0,307	-0,312	-0,300	0,021	0,110	1,529
	(1,866)*	(-0,905)	(0,679)	(2,216)**	(1,648)*	(-1,441)*	(-1,444)*	(0,106)		

Tabel 8.5: Multivariate regressieresultaten van de invloed van bedrijfsspecifieke en analistspecifieke determinanten op het gebruik van niet-financiële informatie (N=31) (vervolg)

Deze tabel bevat de multivariate regressieresultaten voor het volgende basismodel:
$G\_CAT_{ij} = \alpha + \beta_1 GRO_i + \beta_2 VERLIES_i + \beta_3 SCHULD_i + \beta_4 VAR\_AR_i + \beta_5 SEC_i + \beta_6 A\_ERV_i + \beta_7 A\_OND_i + \varepsilon$
waarbij G_CAT_i het gebruik van de niet-financiële informatiecategorie CAT door financiële analist i met CAT = TOT: de geaggregeerde score van niet-financiële informatie; ANA: analyse van bedrijfsinformatie door het management; ANA.A: redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in prestatiemaatstaven; ANA.B: trends die een effect hebben op de onderneming; TOE: toekomstgerichte informatie; MAN: informatie over het management en de aandeelhouders; AGI: achtergrondinformatie over de onderneming; AGI.A: doelstellingen en strategie; AGI.B: producten en diensten; AGI.C: commerciële belanghebbenden van de onderneming; INK: informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming; INK.A: humaan kapitaal; INK.B: interne structuur; INK.C: externe structuur; GRO_i: de gemiddelde grootte van de ondernemingen die financiële analist i volgt; $VERLIES_i$: het proportionele aantal verlieslatende ondernemingen dat financiële analist i volgt; $SCHULD_i$: de gemiddelde schuldgraad van de ondernemingen die financiële analist i volgt; VAR_AR_i: de gemiddelde variabiliteit in de aandelenrendementen van de ondernemingen die financiële analist i volgt; SEC_i: het proportionele aantal ondernemingen uit de hoogtechnologische sectoren dat financiële analist i volgt; A_ERV_i: de algemene ervaring van financiële analist i; A_OND_i: het aantal ondernemingen dat financiële analist i volgt; ε : restterm
Deze tabel bevat de betacoëfficiënten met de t-waarden tussen haakjes; *** significant op 1% niveau; ** significant op 5% niveau;
* significant op 10% niveau

De analisten die voornamelijk kleinere ondernemingen volgen, blijken consistent met de verwachtingen meer moeite te doen om niet-financiële informatie te gebruiken (tabel 8.5). Deze onderzoeksbevinding geeft een bevestiging voor de verhoogde contributie die analisten kunnen leveren aan investeerders bij het volgen van kleinere ondernemingen. Deze financiële analisten gebruiken meer informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming (INK), in het bijzonder informatie van de subrubrieken INK.A 'Humaan kapitaal' en INK.B 'Interne structuur'. Financiële analisten die kleinere ondernemingen analyseren gebruiken eveneens meer informatie van de categorieën AGI 'Achtergrondinformatie over de onderneming' en de subrubrieken AGI.A 'Doelstellingen en strategie' en AGI.C 'Commerciële belanghebbenden van de onderneming'. We kunnen de hypothese 8.1 ondersteunen voor het totale gebruik van niet-financiële informatie en voor het gebruik van de vermelde informatiecategorieën. De resterende informatiecategorieën worden niet significant meer gebruikt door de financiële analisten die kleinere ondernemingen volgen, waarvoor hypothese 8.1 niet bevestigd wordt. Een mogelijke reden hiervoor is dat de belangrijkheid van deze informatie even groot is voor de grotere als voor de kleinere gevolgde ondernemingen.

In tabel 8.5 stellen we verder vast dat de financiële analisten die verhoudingsgewijs meer verlieslatende ondernemingen volgen, meer gebruik maken van niet-financiële informatie. De onderzoeksresultaten tonen aan dat deze financiële analisten meer informatie raadplegen die behoren tot de rubrieken ANA 'Analyse van bedrijfsinformatie door het management' en de subrubriek ANA.A 'Redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in de prestatiemaatstaven'. Voorts is er een positieve relatie waar te nemen met het gebruik van de informatiecategorieën AGI 'Achtergrondinformatie over de onderneming' en de subrubrieken AGI.B 'Producten en diensten' en de subrubriek AGI.C 'Commerciële belanghebbenden van de onderneming'. Tevens raadplegen de financiële analisten die meer verlieslatende ondernemingen volgen ook meer informatie van de rubriek INK.B 'Interne structuur'. De empirische bevindingen tonen aan dat financiële analisten bijkomende informatie gebruiken bij het volgen van een groter aantal verlieslatende bedrijven, waardoor we in staat zijn om de hypothese 8.2 te aanvaarden.

Verder vinden we in tabel 8.5 dat de financiële analisten meer niet-financiële informatie gebruiken naarmate zij ondernemingen volgen die een hogere schuldgraad hebben. De financiële analisten zijn bezorgd over de terugbetalingscapaciteit van de ondernemingen waardoor ze meer niet-financiële informatie raadplegen. Deze financiële analisten gebruiken meer niet-financiële informatie van elke informatiecategorie, met uitzondering van de rubriek INK.A 'Humaan kapitaal'. Hierdoor kunnen we de hypothese 8.3 ondersteunen. Bij de rubriek INK.A kan de beperkte variabiliteit in de onderzoeksresultaten als verklaring aangehaald worden.

De onderzoeksresultaten tonen verder een positief verband aan tussen het gebruik van niet-financiële informatie en de variabiliteit van de aandelenrendementen. Indien investeerders sterke schommelingen waarnemen in de aandelenrendementen, doen zij sneller beroep op de kennis van financiële analisten. Hierdoor stijgt de contributie bij de financiële analist om gebruik te maken van meer niet-financiële informatie, te meer omdat de financiële informatie van dergelijke ondernemingen minder relevant is voor het inschatten van de toekomstige waarde van de onderneming. De financiële analisten maken gebruik van meer niet-financiële informatie van elke informatiecategorie, met uitzondering van informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming (INK). De significante onderzoeksresultaten geven ondersteuning voor de hypothese 8.4.

In tegenstelling tot de verwachtingen raadplegen de financiële analisten meer niet-financiële informatie wanneer zij verhoudingsgewijs een groter aantal laagtechnologische ondernemingen volgen. Deze onderzoeksbevinding wordt vastgesteld voor elke informatierubriek, uitgezonderd voor de informatie-items van de categorie INK 'Informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming'. We kunnen daardoor de hypothese 8.5 niet ondersteunen. Een mogelijke verklaring is dat de financiële analisten die vooral ondernemingen volgen uit de laagtechnologische sectoren een groter aantal ondernemingen volgen (tabel 8.4). Indien financiële analisten meer ondernemingen volgen, dienen zij rekening te houden met verschillende informatie-items omdat de informatiebehoeften voor de ene onderneming al verschillend kan zijn dan voor

de andere onderneming. Doordat een financiële analist die meerdere ondernemingen volgt in contact komt met een groter aantal informatie-items, zal hij/zij in totaliteit meer niet-financiële informatie gebruiken. In de tabel 8.5 vinden we dan ook een positief verband tussen het aantal ondernemingen dat een analist volgt en de mate waarin hij of zij gebruik maakt van niet-financiële informatie. Deze bevinding is evenwel niet in overeenstemming met de verwachtingen. Het feit dat de analisten die minder ondernemingen volgen meer tijd hebben om een gedetailleerde analyse te maken van de onderneming speelt geen rol. Hierdoor kunnen we de hypothese 8.7 niet aanvaarden. Een bijkomende verklaring is dat de financiële analisten die minder ondernemingen volgen mogelijks andere taken dienen te vervullen binnen de beursvennootschap, waardoor zij minder niet-financiële informatie gebruiken.

Met betrekking tot de algemene ervaring concluderen we dat deze variabele negatief verbonden is aan het gebruik van niet-financiële informatie. Financiële analisten die minder ervaring hebben, blijken dus meer open te staan om gebruik te maken van deze informatie. De meer ervaren analisten houden zich vast aan een vastgelegd stramien waardoor ze in mindere mate niet-financiële informatie raadplegen. De resultaten in tabel 8.5 tonen een negatief verband aan voor elke informatiecategorie met uitzondering van de informatie die opgenomen is in de rubrieken INK 'Informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming', ANA.A 'Redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in prestatiemaatstaven', INK.A 'Humaan kapitaal' en INK.B 'Interne structuur'. De hypothese 8.6 wordt dan ook ondersteund. De bevindingen zijn nogmaals een bevestiging dat de meer ervaren financiële analisten in Continentaal Europa geen additionele moeite doen om een beter inzicht te verwerven in een onderneming (Bolliger, 2004).

***Additionele analyses*[9]**

[9] De onderzoeksresultaten worden niet in een tabel opgenomen.

Als een sensitiviteitsanalyse vervangen we bepaalde variabelen van het basismodel zoals weergegeven in tabel 8.5 door een aantal andere benaderingen.

In de eerste analyse vervangen we in het basismodel de variabiliteit van de aandelenrendementen door de variabiliteit van de bedrijfsresultaten. Deze variabele is een andere maatstaf voor onzekerheid omdat de informatiewaarde van de financiële staten kleiner is voor ondernemingen met een hogere variabiliteit in de bedrijfsresultaten (Petra, 1997; Warfield et al., 1995; Lev en Thiagarajan, 1993). Onze empirische onderzoeksresultaten tonen echter geen betekenisvol verband aan dat deze variabele een invloed heeft op het totale gebruik van niet-financiële informatie of op het gebruik van een bepaalde niet-financiële informatiecategorie.

In de tweede additionele analyse wordt de algemene ervaring van de financiële analist vervangen door de bedrijfsspecifieke ervaring; dit is de periode dat een financiële analist een specifieke onderneming volgt. (Clement, 1999; Jacob et al., 1999). Ondanks het feit dat een financiële analist reeds geruime tijd zijn functie uitoefent, kan hij of zij één of meerdere ondernemingen voor nog maar een beperkte periode analyseren. Het empirisch onderzoek toont aan dat de bedrijfsspecifieke ervaring negatief gerelateerd is met het totale gebruik van niet-financiële informatie. In het bijzonder gebruiken de financiële analisten met minder bedrijfsspecifieke ervaring meer toekomstgerichte informatie (TOE) en meer achtergrondinformatie over de onderneming (AGI). In deze laatste rubriek is er een significant negatief verband vast te stellen met het gebruik van de subcategorieën AGI.A 'Doelstellingen en strategie' en AGI.B 'Producten en diensten'.

Een andere benadering voor de complexiteit van een portefeuille is het aantal sectoren waartoe de gevolgde ondernemingen van een financiële analist behoren. Indien een analist meerdere sectoren evalueert, verhoogt de moeilijkheidsgraad van de portefeuille omdat een analist rekening dient te houden met meerdere factoren. Een analist dient zijn tijd te verdelen over meerdere sectoren waardoor hij minder moeite zal doen om bijkomende (niet-

financiële) informatie te gebruiken (Clement, 1999). In deze derde bijkomende analyse besluiten we dat het aantal sectoren dat een financiële analist volgt niet gerelateerd is aan het totale gebruik van niet-financiële informatie. De onderzoeksresultaten geven enkel een positief verband weer tussen het aantal gevolgde sectoren en het gebruik van informatie over het management en de aandeelhouders (MAN), wat evenwel in tegenspraak is met de verwachtingen.

In een vierde bijkomende analyse voegen we bij het basismodel een variabele die controleert voor het opleidingsniveau van de financiële analist. Een dergelijke analyse is nog niet aan bod gekomen in eerder onderzoek. Op basis van bevindingen uit de managementliteratuur kan echter verondersteld worden dat het opleidingsniveau van een analist een positieve invloed heeft op het gebruik van niet-financiële informatie. Zoals aangehaald heeft het stijgende belang van niet-financiële informatie in de waardebepaling van ondernemingen ertoe geleid dat de wijze waarop analisten ondernemingen analyseren, aangepast dient te worden. Uit de studies van Damanpour en Schneider (2006), Lee et al. (2005) en Kimberley en Evanisko (1981) is gebleken dat hoger opgeleide managers meer open staan voor veranderingen. Managers met een hoger opleidingsniveau hebben meer kennis en vaardigheden opgedaan, waardoor ze sneller nieuwe ideeën opnemen (Lee et al., 2005; Rogers, 1995; Huber et al., 1993).

In onze steekproef hebben 27 van de 31 financiële analisten een universitaire opleiding gevolgd, zodat de impact van deze variabele niet onderzocht kan worden. We merken wel een grotere variatie in het aantal financiële analisten die een specifieke analistenopleiding gevolgd hebben (cfr. hoofdstuk 6). Een analistenopleiding is vrijwillig en kan gevolgd worden bij de Belgische Vereniging voor Financiële analisten of bij de 'Certified Financial Analysts Institute'. Daar een analistenopleiding tot doel heeft om de kennis en de vaardigheden bij een financiële analist te verhogen, wordt verwacht dat analisten die een dergelijke specifieke opleiding volgen of gevolgd hebben meer belang hechten aan niet-financiële informatie.

Onze empirische bevindingen geven ondersteuning voor de verwachtingen. De financiële analisten die een specifieke analistenopleiding volgen of gevolgd hebben, gebruiken in totaliteit meer niet-financiële informatie. In het bijzonder raadplegen deze analisten meer gegevens van de informatierubrieken ANA.B 'Trends die een effect hebben op de onderneming', ANA 'Analyse van bedrijfsinformatie door het management', TOE 'Toekomstgerichte informatie', AGI 'Achtergrondinformatie over de onderneming' en AGI.C 'Commerciële belanghebbenden van de onderneming'.

In de vijfde bijkomende analyse onderzoeken we de impact van de beursvennootschap waartoe de financiële analist behoort. Flöstrand (2006) en García-meca et al. (2004) stellen immers de hypothese dat analisten tewerkgesteld bij internationale beursvennootschappen meer informatie gebruiken omdat zij over meer middelen beschikken om ondernemingen te analyseren, maar deze hypothese wordt niet bevestigd door de empirische onderzoeksresultaten. Sakakibara et al. (2005) vinden daarentegen een omgekeerd verband. Financiële analisten die werkzaam zijn bij lokale beursvennootschappen gebruiken meer informatie over het intellectueel kapitaal dan analisten werkzaam bij filialen van buitenlandse beursvennootschappen.

In onze studie wordt de invloed van de grootte van een beursvennootschap op het gebruik van niet-financiële informatie onderzocht. We verwachten dat financiële analisten meer niet-financiële informatie gebruiken indien zij werkzaam zijn bij grotere beursvennootschappen. Ten eerste verschillen beursvennootschappen van elkaar in termen van beschikbare middelen. Beursvennootschappen met meerdere analisten in dienst, stellen meer ondersteunend personeel tewerk. Grotere beursvennootschappen hebben ook grotere en beter uitgebouwde netwerken voor het bekomen van informatie. Het proces van verzamelen, uitwisselen en interpreteren van zowel bedrijfsinformatie als macro-economische informatie kan efficiënter gebeuren bij grotere beursvennootschappen. Financiële analisten werkzaam bij grotere beursvennootschappen hebben makkelijker toegang tot bepaalde informatie met als gevolg dat deze analisten ook meer informatie kunnen gebruiken (Brown, 2001b; Mozes en Williams, 2000; Clement, 1999; Jacob et al., 1999; Dempsey

et al., 1997). Ten tweede hebben grotere beursvennootschappen een grotere invloed op de kapitaalmarkt, waardoor ondernemingen sneller gemotiveerd zijn privaat informatie te verstrekken aan analisten werkzaam bij grotere beursvennootschappen dan aan analisten tewerkgesteld bij kleinere beursvennootschappen.

Indien we de grootte van de beursvennootschap toevoegen bij het basismodel, tonen onze onderzoeksresultaten enerzijds aan dat de financiële analisten van grotere beursvennootschappen meer gebruik maken van de informatie-items van de rubrieken MAN 'Informatie over het management en de aandeelhouders' en AGI.C 'Commerciële belanghebbenden van de onderneming'. Anderzijds vinden we dat de financiële analisten van kleinere beursvennootschappen significant meer informatie gebruiken van de categorie ANA.B 'Trends die een effect hebben op de onderneming'. De beperkte empirische ondersteuning voor onze verwachtingen kan verklaard worden doordat de variantie in de grootte van de beursvennootschappen beperkt is.

Tot slot onderzoeken we of financiële analisten meer gebruik maken van niet-financiële informatie naarmate zij van mening zijn dat niet-financiële informatie belangrijker is dan financiële informatie. In hoofdstuk 6 stelden we immers vast dat 11 analisten niet-financiële informatie belangrijker vinden dan financiële informatie, 10 analisten hebben de omgekeerde mening en 10 analisten hebben een neutrale mening. Indien we deze resultaten opnemen in het basismodel, vinden we dat de financiële analisten die er meer van overtuigd zijn dat niet-financiële informatie belangrijker is dan financiële informatie, ook daadwerkelijk meer niet-financiële informatie gebruiken. Meer specifiek raadplegen deze analisten meer informatie van de rubrieken ANA 'Analyse van bedrijfsinformatie door het management', ANA.B 'Trends die een effect hebben op de onderneming', TOE 'Toekomstgerichte informatie' en AGI 'Achtergrondinformatie over de onderneming' en AGI.C 'Commerciële belanghebbenden van de onderneming

8.4 Conclusie

In dit hoofdstuk werd empirisch onderzocht in welke mate het gebruik van niet-financiële informatie beïnvloed wordt door zowel bedrijfsspecifieke als analistspecifieke kenmerken. We komen tot de vaststelling dat financiële analisten meer gebruik maken van niet-financiële informatie naarmate de financiële staten van een onderneming minder relevant zijn en omgeven zijn met meer onzekerheid (bijvoorbeeld de ondernemingen met een hogere schuldgraad of de verlieslatende ondernemingen). Financiële analisten kunnen immers een incrementele contributie realiseren omdat investeerders in grotere mate beroep doen op de analyses van de financiële analisten wanneer zij een investeringsbeslissing nemen voor ondernemingen die omgeven zijn met meer onzekerheid. We stellen tevens vast dat de minder ervaren analisten meer gebruik maken van niet-financiële informatie.

De onderzoeksbevindingen van het basismodel worden nog eens samengevat in tabel 8.6 om de invloeden van de diverse determinanten op het gebruik van de verschillende informatiecategorieën duidelijk weer te geven.

De samenvattende tabel maakt wel duidelijk dat het gebruik van bepaalde niet-financiële informatie afhankelijk is van bepaalde karakteristieken van de financiële analist. Zo is het opmerkelijk dat het gebruik van informatie over het intellectueel kapitaal van een onderneming niet bepaald wordt door de ervaring van de financiële analist of de complexiteit van de portefeuille, terwijl deze determinanten wel een invloed hebben op andere niet-financiële informatiecategorieën.

Informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming wordt dan weer wel vaker gebruikt door de financiële analisten die de eerder kleinere ondernemingen volgen. Deze bevinding wijst erop dat dergelijke informatie van groter belang is in het waarderingsproces van kleinere ondernemingen. Deze bedrijven zijn meestal ondernemingen in de opstartfase en actief in hoogtechnologische sectoren, waar het belang van innovatie, onderzoek en ontwikkeling of klantentevredenheid groter is.

Tabel 8.6: Samenvattend overzicht van de invloeden op het gebruik van niet-financiële informatie

G_CAT_{ij}	GRO_i	$VERLIES_i$	$SCHULD_i$	VAR_AR_i	SEC_i	A_ERV_i	A_OND_i
HYPO-THESE	**-**	**+**	**+**	**+**	**+**	**-**	**-**
TOT_{ij}	-	+	+	+	-	-	+
ANA_{ij}			+	+	-	-	
$ANA.A_{ij}$		+	+	+	-		
$ANA.B_{ij}$			+		-	-	
TOE_{ij}			+	+	-	-	+
MAN_{ij}			+	+	-		+
AGI_{ij}	-	+	+	+	-	-	+
$AGI.A_{ij}$				+	-	-	+
$AGI.B_{ij}$		+	+	+	-	-	+
$AGI.C_{ij}$		+			-		
INK_{ij}	-		+				
$INK.A_{ij}$	-						
$INK.B_{ij}$	-	+	+				
$INK.C_{ij}$			+				

Deze tabel bevat de empirische onderzoeksresultaten van de invloeden van de variabelen GRO_i: de gemiddelde grootte van de ondernemingen die financiële analist i volgt; $VERLIES_i$: het proportionele aantal verlieslatende ondernemingen dat financiële analist i volgt; $SCHULD_i$: de gemiddelde schuldgraad van de ondernemingen die financiële analist i volgt; VAR_AR_i: de gemiddelde variabiliteit in de aandelenrendementen van de ondernemingen die financiële analist i volgt; SEC_i: het proportionele aantal ondernemingen uit de hoogtechnologische sectoren dat financiële analist i volgt; A_ERV_i: de algemene ervaring van financiële analist i; A_OND_i: het aantal ondernemingen dat financiële analist i volgt op G_CAT_i= het gebruik van de niet-financiële informatiecategorie CAT door financiële analist i met CAT = TOT: de geaggregeerde score van niet-financiële informatie; ANA: analyse van bedrijfsinformatie door het management; ANA.A: redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in prestatiemaatstaven; ANA.B: trends die een effect hebben op de onderneming; TOE: toekomstgerichte informatie; MAN: informatie over het management en de aandeelhouders; AGI: achtergrondinformatie over de onderneming; AGI.A: doelstellingen en strategie; AGI.B: producten en diensten; AGI.C: commerciële belanghebbenden van de onderneming; INK: informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming; INK.A: humaan kapitaal; INK.B: interne structuur; INK.C: externe structuur;
+: positieve invloed op een significantieniveau van kleiner dan 5%; -: negatieve invloed op een significantieniveau van kleiner dan 5%;

Het is bovendien interessant om melden dat gegevens over de interne structuur eerder door financiële analisten gebruikt worden die proportioneel meer verlieslatende ondernemingen volgen. Deze relatie is te verklaren doordat investeringen in onderzoek en ontwikkeling, in patenten of in innovatie dikwijls niet geactiveerd worden, maar deel uitmaken van de kosten van de onderneming, waardoor de kans op een negatief bedrijfsresultaat voor deze ondernemingen groter is. Om een beter idee te krijgen van de oorzaken van de negatieve bedrijfsresultaten maken financiële analisten meer gebruik van informatie over de interne structuur van de onderneming.

Het verkrijgen van additioneel inzicht in de mate waarin financiële analisten gebruik maken van bepaalde informatie is zeer relevant voor de beursgenoteerde ondernemingen. Onze onderzoeksresultaten bieden immers een overzicht van de informatiebehoeften van financiële analisten bij bepaalde karakteristieken van de onderneming. Zo zullen bijvoorbeeld ondernemingen met een hogere variabiliteit in de aandelenrendementen eerder toekomstgerichte informatie gebruiken. Ondernemingen kunnen op basis van onze onderzoeksresultaten nagaan welk typen van niet-financiële informatie de financiële analisten die hen volgen belangrijker achten. Hierdoor is het mogelijk om de informatiekloof te verkleinen. Indien ondernemingen beter tegemoet kunnen komen aan de informatiebehoeften van financiële analisten kan de informatiemarkt efficiënter functioneren en kan de onderneming mogelijkerwijze een lagere kapitaalkost bekomen.

De onderzoeksresultaten hebben enkel betrekking op het gedrag van Belgische sell-side financiële analisten. Toekomstig onderzoek kan zich concentreren op het gedrag van dergelijke analisten in andere landen, in het bijzonder in institutionele omgevingen die sterk verschillen van België, zoals de Verenigde Staten of het Verenigd Koninkrijk. Bovendien zijn we dan in de mogelijkheid om de steekproefgrootte te vergroten gezien België een kleine kapitaalmarkt is. In de toekomst kan eveneens onderzocht worden of dezelfde onderzoeksresultaten bekomen worden indien het gebruik van niet-financiële informatie benaderd wordt middels een analyse van analistenrapporten. Survey-resultaten hebben dikwijls te lijden aan een positieve vertekening doordat de respondenten een positief beeld wensen te geven van zichzelf, eerder dan de werkelijke situatie weer te geven.

De kleine steekproef resulteert er eveneens in dat we een beperkt aantal variabelen kunnen relateren aan het gebruik van niet-financiële informatie, waardoor een aantal andere factoren niet opgenomen kunnen worden. Tevens zou het interessant zijn om per onderneming afzonderlijk een analyse uit te voeren in plaats van een gemiddelde te nemen over alle ondernemingen die een financiële analist volgt. Een grotere steekproef had een dergelijke analyse mogelijk gemaakt.

Hoofdstuk 9: De invloed van het gebruik van niet-financiële informatie op de voorspellings-nauwkeurigheid van financiële analisten[10]

In dit hoofdstuk onderzoeken we of financiële analisten die meer gebruik maken van niet-financiële informatie ook nauwkeurigere bedrijfsresultaten voorspellen. Dit onderzoek wordt verantwoord door Beaver (2002) en Stickel (1989) die stellen dat analisten de financiële informatie van een onderneming zelf dienen aan te vullen met niet-financiële informatie om een beter beeld te krijgen van de onderneming, waardoor juistere voorspellingen gemaakt zouden kunnen worden. In de academische literatuur heeft geen enkele studie tot nu toe de impact onderzocht van het gebruik van niet-financiële informatie op de voorspellingsnauwkeurigheid van de financiële analist. Eén enkele studie bestudeert de mate waarin financiële analisten gebruik maken van financiële informatie. Dit onderzoek, uitgevoerd door McEwen en Hunton (1999), vindt dat analisten die meer aandacht schenken aan informatie die niet opgenomen is in de traditionele financiële staten nauwkeurige bedrijfsresultaten voorspellen.

De onderzoeksresultaten van deze studie geven inzicht in de relevantie van niet-financiële informatie. Indien er een relatie waar te nemen is tussen het gebruik van bepaalde niet-financiële informatie en de voorspellingsnauwkeurigheid, kan dit enerzijds voor ondernemingen een stimulans zijn om kwaliteitsvolle informatie publiek te verstrekken en anderzijds voor financiële analisten om meer aandacht te schenken aan niet-financiële informatie. Hierdoor stijgt de informatie die beschikbaar is voor een onderneming, waardoor de kapitaalkost van een onderneming kan verminderen zoals we aangetoond hebben in hoofdstuk 2.

We stellen dan ook de volgende centrale onderzoeksvraag:

[10] De bevindingen van dit hoofdstuk zijn ook opgenomen in Orens, R. & N. Lybaert (2007), 'Does the financial analysts' usage of non-financial information influence the analysts' forecast accuracy? Some evidence from the Belgian sell-side financial analyst', *The International Journal of Accounting*, 42 (3): 237-271

Is het gebruik van niet-financiële informatie gerelateerd aan de voorspellingsnauwkeurigheid van de Belgische sell-side financiële analist?

De opbouw van dit hoofdstuk is als volgt. In een eerste sectie bespreken we de bevindingen uit de literatuur met betrekking tot de invloed van analistspecifieke kenmerken op de nauwkeurigheid van de resultaatvoorspellingen van financiële analisten. We formuleren eveneens de hypothesen. De tweede sectie bespreekt de onderzoeksopzet. De onderzoeksresultaten worden toegelicht in een derde sectie. De vierde sectie vat de bevindingen samen.

9.1 Bevindingen uit de literatuur en hypothese-opbouw

In deze sectie bespreken we enkele empirische onderzoeken die de impact van de analistspecifieke kenmerken op de voorspellingsnauwkeurigheid van de financiële analist onderzocht hebben. In onze studie bestuderen we of financiële analisten die meer gebruik maken van niet-financiële informatie nauwkeurigere voorspellingen maken van de toekomstige bedrijfsresultaten van de ondernemingen die ze volgen. Met betrekking tot financiële informatie vinden McEwen en Hunton (1999) dat de financiële analisten die meer gebruik maken van boekhoudkundige ratio's, beurskoersinformatie en gegevens over de evolutie van het bedrijfsresultaat over de voorbije jaren nauwkeurigere resultaten voorspellen. De financiële analisten die daarentegen meer aandacht schenken aan informatie opgenomen in de financiële staten (balans, resultatenrekening, toelichting, kasstromentabel en staat van wijzigingen van het eigen vermogen) van een onderneming blijken minder nauwkeurige voorspellingen te maken. Deze resultaten zijn gebaseerd op een experiment bij 60 financiële analisten werkzaam bij dezelfde beursvennootschap die elk een voorspelling maken over dezelfde onderneming op basis van dezelfde hoeveelheid aan informatie. Deze studie toont aan dat financiële analisten die zich niet enkel beperken tot het gebruik van de informatie in de verplichte financiële staten, nauwkeurigere voorspellingen maken. Daar we niet-financiële informatie definiëren als informatie die gerapporteerd wordt buiten de financiële

staten, verwachten we een positief verband tussen de voorspellingsnauwkeurigheid en de mate van gebruik van niet-financiële informatie. Hierdoor stellen we de volgende hypothese:

Hypothese 9.1 *De voorspellingsnauwkeurigheid van de financiële analist is positief gerelateerd aan het gebruik van niet-financiële informatie.*

De impact van de ervaring van een financiële analist op zijn/haar voorspellingsnauwkeurigheid werd frequent onderzocht in eerdere studies. Een analist met meerdere jaren ervaring verwerft meer kennis over het voorspellingsproces. Meer ervaren financiële analisten hebben de kwaliteit om sneller bepaalde relevante informatie te herkennen in vergelijking met de minder ervaren financiële analisten (Clement et al., 2003). Bovendien leren financiële analisten uit ervaringen uit het verleden. Daarnaast kan bij een efficiënt werkende arbeidsmarkt verwacht worden dat de best presterende analisten beloond worden voor hun inspanningen, terwijl de minder goede analisten naar waarschijnlijkheid niet meer actief zullen zijn als analist (Hong en Kubik, 2003).

De empirische studies die de invloed van de algemene ervaring op de voorspellingsnauwkeurigheid hebben bestudeerd, leveren geen eenduidig resultaat. Enerzijds observeren de studies van Lim (2001), Clement (1999), De Bondt en Forbes (1999) en Abarbanell en Bushee (1998) een positieve relatie, terwijl Bolliger (2004), Brown (2001b) en Jacob et al. (1999) geen significante relatie opmerken. Deze laatste resultaten worden volgens Bolliger (2004) verklaard doordat financiële analisten voordelen dienen te ervaren om nauwkeurigere voorspellingen te maken zoals bijvoorbeeld een betere reputatie.

De cultuur van het land waarin de financiële analist werkzaam is speelt evenzeer een belangrijke rol. Zo besluiten Clement et al. (2003) dat meer ervaren analisten in 'code law' landen minder nauwkeurig zijn in het voorspellen van de toekomstige bedrijfsresultaten dan de minder ervaren financiële analisten omdat er geen druk is vanwege de kapitaalmarkt om blijvend nauwkeurige

voorspellingen te maken. De minder ervaren analisten in de 'code law' doen meer inspanningen om de onderneming te doorgronden waardoor zij nauwkeurigere schattingen maken. Financiële analisten die actief zijn in 'common law' landen ervaren wel deze druk om continu nauwkeurige bedrijfsresultaten te schatten. In deze landen vinden Clement et al. (2003) een significant positief verband tussen de algemene ervaring van een analist en de voorspellingsnauwkeurigheid.

In de literatuur stellen we dus vast dat de financiële analisten in 'code law' landen die meer ervaring hebben, minder nauwkeurige resultaatvoorspellingen maken (Bolliger, 2004; Clement et al., 2003). We verwachten dan ook dat de voorspellingsnauwkeurigheid in Belgische context eveneens negatief gerelateerd is met de ervaring van de financiële analist, te meer omdat we in hoofdstuk 8 reeds vaststellen dat Belgische financiële analisten met meer ervaring minder inspanningen leveren om niet-financiële informatie te gebruiken. De volgende hypothese wordt opgesteld:

Hypothese 9.2 *De voorspellingsnauwkeurigheid van de financiële analist is negatief gerelateerd aan de algemene ervaring.*

Eén van de voornaamste analistspecifieke determinanten van de voorspellingsnauwkeurigheid is de complexiteit van de portefeuille. Naarmate financiële analisten meer ondernemingen volgen, verhoogt de complexiteit van het werk voor de financiële analist. Theoretisch gezien kan een toename in de complexiteit zowel leiden tot een toe- als een afname van de voorspellingsnauwkeurigheid. Enerzijds wijzen beursvennootschappen meer ondernemingen toe aan de meest bekwame en de meest nauwkeurige financiële analisten. Bovendien hebben financiële analisten die meerdere ondernemingen volgen toegang tot meer informatie, waardoor de voorspellingsnauwkeurigheid verbeterd kan worden. Anderzijds kan een financiële analist minder tijd besteden aan het analyseren van een onderneming wanneer hij/zij meerdere ondernemingen toegewezen krijgt, waardoor de voorspellingsnauwkeurigheid vermindert.

De empirische studies vinden meestal een negatieve relatie tussen het aantal ondernemingen dat gevolgd wordt door een financiële analist en de voorspellingsnauwkeurigheid (Clement en Tse, 2003; Brown, 2001b; Clement, 1999; Jacob et al., 1999). Deze bevinding betekent dat financiële analisten minder nauwkeurig zijn wanneer zij hun aandacht over meerdere ondernemingen dienen te spreiden. Bolliger (2004) daarentegen vindt in zijn studie een positief verband omdat de meer nauwkeurigere financiële analisten meer ondernemingen dienen te volgen. Uit de literatuurstudie kan opgemaakt worden dat de complexiteit van de portefeuille voornamelijk een negatieve invloed heeft op de voorspellingsnauwkeurigheid van een financiële analist. We formuleren dan ook de volgende hypothese:

Hypothese 9.3 *De voorspellingsnauwkeurigheid van de financiële analist is negatief gerelateerd aan het aantal gevolgde ondernemingen.*

Een analistspecifiek kenmerk dat mogelijks gerelateerd is aan de voorspellingsnauwkeurigheid, is het al dan niet gevolgd hebben van een specifieke analistenopleiding. In eerder empirisch onderzoek werd nog geen aandacht besteed aan het opleidingsniveau van de analist, maar werd wel de bekwaamheid van een analist gerelateerd aan de voorspellingsnauwkeurigheid. Ghosh en Whitecotton (1997) definiëren in hun studie bekwaamheid als de vaardigheid om een complex probleem op te splitsen in een aantal subproblemen en zo zich te concentreren op de meest belangrijke informatie. Een financiële analist wordt immers geconfronteerd met een waaier aan informatie uit dewelke hij/zij de meest relevante informatie dient te selecteren. Dienaangaande stellen Ghosh en Whitecotton (1997) vast dat de bekwaamheid van de financiële analist resulteert in nauwkeurigere bedrijfsresultaten. Butler en Lang (1991) daarentegen vinden geen significante relatie tussen de bekwaamheid van de financiële analist en de voorspellingsnauwkeurigheid.

Het volgen van een analistenopleiding heeft tot doel om financiële analisten inzicht en kennis te verschaffen in het evalueren en het interpreteren van bedrijfsinformatie en in het waarderen van ondernemingen. Dit zou tot gevolg moeten hebben dat de bekwaamheid van de analist vergroot. De verwachting

kan gesteld worden dat financiële analisten die een dergelijke opleiding achter de rug hebben of aan het volgen zijn, de bedrijfsresultaten nauwkeuriger kunnen inschatten dan de financiële analisten die een dergelijke opleiding niet gevolgd hebben. Vandaar dat de volgende hypothese gesteld wordt:

Hypothese 9.4 *De voorspellingsnauwkeurigheid van de financiële analist is positief gerelateerd aan het gevolgd hebben of het volgen van een specifieke analistenopleiding.*

Tenslotte kan de beursvennootschap waartoe de financiële analist behoort een invloed hebben op de kwaliteit van de analistenvoorspelling. Beursvennootschappen verschillen van elkaar in termen van beschikbare middelen voor de financiële analist of de mogelijkheden tot opleiding. Clement et al. (2003), Brown (2001b), Mozes en Williams (2000), Clement (1999), Jacob et al. (1999) en Abarbanell en Bushee (1998) vinden dat de grootte van de beursvennootschap positief geassocieerd is met de voorspellingsnauwkeurigheid en dit om diverse redenen. Ten eerste stellen grotere beursvennootschappen meer financiële analisten en ondersteunend personeel tewerk waardoor er grotere en betere netwerken kunnen ontstaan. Zo verloopt het proces van verzamelen, uitwisselen en interpreteren van zowel bedrijfsinformatie als macro-economische informatie efficiënter bij grotere beursvennootschappen. Ten tweede hebben grotere beursvennootschappen een grotere invloed op de kapitaalmarkt, waardoor ondernemingen sneller gemotiveerd zijn informatie te verstrekken aan deze beursvennootschappen dan aan kleine beursvennootschappen. Ten derde zijn de meest bekwame financiële analisten tewerkgesteld bij grote beursvennootschappen omwille van de betere arbeidscondities. Ten vierde realiseren grote beursvennootschappen schaalvoordelen zodat zij meer middelen kunnen besteden aan de analyse van bedrijfsgerelateerde informatie. Ten vijfde zijn grotere beursvennootschappen meer immuun voor negatieve analistenvoorspellingen indien deze publiekelijk kenbaar gemaakt worden. De empirische onderzoeken van Phillips en Zuckerman (2001) en Lim (2001) hebben dan ook uitgewezen dat grotere beursvennootschappen meer verkoopadviezen formuleren dan kleinere beursvennootschappen omdat ze minder gevoelig zijn voor negatieve reacties

van de onderneming. Een negatieve reactie zou erin bestaan dat de onderneming minder informatie ter beschikking zou stellen. De kans dat een onderneming minder informatie zal verschaffen aan analisten van grotere beursvennootschappen is evenwel kleiner dan voor analisten van kleinere beursvennootschappen omwille van hun beperkte invloed op de kapitaalmarkt. Kleinere beursvennootschappen vermijden daarom verkoopadviezen om aldus de contacten met het management niet te verbreken. Deze vijf redenen resulteren in een positief verband tussen de grootte van de beursvennootschap en de voorspellingsnauwkeurigheid.

De hierboven geciteerde studies hebben zich alle geconcentreerd op Angelsaksische ondernemingen. Bolliger (2004) vindt op basis van een analyse bij Europese financiële analisten geen significant verband tussen de grootte van de beursvennootschap en de voorspellingsnauwkeurigheid. Deze auteur benadrukt dat analisten bij kleinere beursvennootschappen nauwkeuriger kunnen zijn omwille van een specifieke specialisatie in bepaalde sectoren. Hierdoor kan de analyse van sectorgerelateerde informatie efficiënter verlopen, waardoor er een informatievoordeel ontstaat ten aanzien van grotere beursvennootschappen. Deze bevinding wordt ook door Clement (1999) vastgesteld.

Gezien de beursvennootschappen actief in België zich niet hebben gespecialiseerd in een bepaalde sector kan verwacht worden dat er ook in Belgische context een positief verband bestaat tussen de grootte van de beursvennootschap en de voorspellingsnauwkeurigheid. Daarom wordt de volgende hypothese getest:

Hypothese 9.5 *De voorspellingsnauwkeurigheid van de financiële analist is positief gerelateerd aan de grootte van de beursvennootschap waartoe de financiële analist behoort.*

In de literatuur worden ook nog andere determinanten voorgesteld die een verband vertonen met de nauwkeurigheid van de resultaatvoorspellingen van de financiële analist, maar die niet in het regressiemodel opgenomen worden om

geen overspecificatie te krijgen. Zo zijn de historische prestaties van een financiële analist (o.m. Clement and Tse, 2003; Brown, 2001b) positief en de voorspellingshorizon (o.m. Jacob et al., 1999) negatief verbonden aan de voorspellingsnauwkeurigheid.

De verwachte invloeden van de analistspecifieke determinanten op de voorspellingsnauwkeurigheid worden samengevat in tabel 9.1.

Tabel 9.1: Samenvattend overzicht van de hypothesen

Analistspecifieke kenmerken	**NKH[1]**
Het gebruik van niet-financiële informatie door de financiële analist	+
De algemene ervaring van de financiële analist	-
Het aantal gevolgde ondernemingen door de financiële analist	-
Het volgen/gevolgd hebben van een specifieke analistenopleiding door de financiële analist	+
De grootte van de beursvennootschap waartoe de financiële analist behoort	+

[1]NKH: Richting van het verband met de voorspellingsnauwkeurigheid

9.2 Onderzoeksopzet

De analyse wordt uitgevoerd op een steekproef van 31 Belgische financiële analisten. Voor meer detailinformatie over de samenstelling van de steekproef kan verwezen worden naar hoofdstuk 6.

De afhankelijke variabele is de gemiddelde voorspellingsnauwkeurigheid van de financiële analisten. Net als in hoofdstuk 5 wordt de voorspellingsnauwkeurigheid gemeten als de absolute waarde van het verschil tussen het voorspelde resultaat per aandeel en het werkelijke resultaat per aandeel gedeeld door het werkelijke resultaat per aandeel. Deze definitie wordt reeds frequent toegepast, onder meer in de studies van Ho en Tsay (2004), Kwon (2002), Barron et al. (1999), Capstaff et al. (1998), Jaggi en Jain (1998) en Fort (1997). De correctie met het werkelijke resultaat per aandeel is nodig om de invloed van extreme observaties in te perken, waardoor er minder vertekeningen zijn in de onderzoeksresultaten. De gegevens nodig voor het berekenen van deze maatstaven worden bekomen uit de database RATE (het

vroeger AQUTE) van Bureau van Dijck. Deze database bevat gegevens over de individuele prestaties van financiële analisten voor de ondernemingen die zij volgen. De databank bevat enkel de laatste resultaatvoorspelling die voor de bekendmaking van de bedrijfsresultaten van het boekjaar 2004 wordt gepubliceerd door de financiële analist. In tegenstelling tot hoofdstuk 5 maken we geen gebruik van de IBES data (zoals opgenomen in Datastream). Deze databank bevat voor elke onderneming enkel het gemiddelde voorspelde bedrijfsresultaat per aandeel van alle financiële analisten die een onderneming volgen. De voorspellingen van elke financiële analist afzonderlijk die een onderneming volgt is niet opgenomen in de IBES databank in Datastream.

De analistspecifieke kenmerken (inclusief het niet-financiële informatiegebruik door de financiële analist) worden verzameld via een survey uitgevoerd bij de Belgische financiële analisten. Voor meer gegevens over deze survey kan verwezen worden hoofdstuk 6.

We schatten het volgende model op basis van de rangorde regressiemethode:

$$NKH_i = \alpha + \beta_1\ G\_CAT_{ij} + \beta_2\ A\_ERV_i + \beta_3\ A\_OND_i + \beta_4\ OPL_i + \beta_5\ BV_i + \varepsilon$$

De omschrijving en de definiëring van de afhankelijke en de onafhankelijke variabelen zijn opgenomen in tabel 9.2.

9.3 Onderzoeksresultaten

In deze sectie bespreken we de onderzoeksresultaten van de invloed van analistspecifieke determinanten op de voorspellingsnauwkeurigheid van de Belgische financiële analist. Tabel 9.3 bevat een aantal beschrijvende statistieken over de analistspecifieke kenmerken.

Tabel 9.2: Omschrijving en definiëring van de variabelen

Variabele	Omschrijving	Meting
Afhankelijke variabelen:		
NKH_i	De gemiddelde voorspellingsnauw-keurigheid van de ondernemingen gevolgd door financiële analist i	De gemiddelde waarde van het absolute verschil tussen de voorspelde winst per aandeel en de werkelijke winst per aandeel over de werkelijke winst per aandeel voor de ondernemingen gevolgd door analist i
Onafhankelijke variabelen:		
G_CAT_i	Het gebruik van de informatiecategorie CAT door financiële analist i	Het gemiddeld gebruik in 2004 van de informatie-items van elke informatiecategorie CAT door financiële analist i waarbij CAT = TOT: de geaggregeerde score van niet-financiële informatie; ANA: analyse van bedrijfsinformatie door het management; ANA.A: redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in prestatiemaatstaven; ANA.B: trends die een effect hebben op de onderneming; TOE: toekomstgerichte informatie; MAN: informatie over het management en de aandeelhouders; AGI: achtergrondinformatie over de onderneming; AGI.A: doelstellingen en strategie; AGI.B: producten en diensten; AGI.C: commerciële belanghebbenden van de onderneming; INK: informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming; INK.A: humaan kapitaal; INK.B: interne structuur; INK.C: externe structuur
A_ERV_i	De algemene ervaring van financiële analist i	Het aantal jaren ervaring als financiële analist i
A_OND_i	Het aantal onder-nemingen dat financiële analist i volgt	Het aantal ondernemingen dat financiële analist i volgt
OPL_i	Het opleidingsniveau van financiële analist i	Dummy variabele waarbij financiële analist i de waarde 0 krijgt wanneer hij of zij geen speciale analistenopleiding volgt of gevolgd heeft en de waarde 1 wanneer dit wel het geval is
BV_i	De grootte van de beursvennootschap waartoe financiële analist i tewerkgesteld is	Het aantal sell-side financiële analisten tewerkgesteld in de beursvennootschap waartoe financiële analist i behoort
ε	restterm	

Tabel 9.3: Beschrijvende statistieken van de afhankelijke en onafhankelijke variabelen (N=31)

	Gemiddelde	Minimum	Maximum	Standaard-afwijking	Skewness	Kurtosis
NKH_i	0,063	3,904	0,606	0,879	3,302	10,595
G_TOT_i	2,465	1,056	3,775	0,558	-0,315	0,889
G_ANA_i	2,387	1,273	3,636	0,606	0,273	0,034
$G\_ANA.A_i$	2,817	1,5	4	0,689	0,080	-0,706
$G\_ANA.B_i$	1,871	0,6	3,2	0,682	0,138	-0,665
G_TOE_i	2,988	1,545	4	0,656	-0,422	-0,736
G_MAN_i	1,909	0,167	4	0,899	0,401	0,124
G_AGI_i	2,877	1,043	4	0,877	-0,429	0,804
$G\_AGI.A_i$	3,226	1	4	0,827	-0,905	0,195
$G\_AGI.B_i$	2,761	1,2	4	0,826	-0,561	0,200
$G\_AGI.C_i$	2,756	0,6	4	0,713	-0,553	0,706
G_INK_i	1,913	0,65	3,45	0,524	0,181	2,264
$G\_INK.A_i$	1,387	0,286	3,714	0,604	1,616	6,649
$G\_INK.B_i$	2,040	0,5	3,25	0,610	-0,321	0,608
$G\_INK.C_i$	2,445	1,4	3,80	0,597	0,369	0,302
A_ERV_i	7,452	1	26	4,884	1,955	6,046
A_OND_i	8,226	2	15	3,739	0,298	-0,874
OPL_i	0,645	0	1	0,486	-0,638	-1,708
BV_i	8,290	2	12	2,723	0,012	-0,775

NKH_i: de gemiddelde voorspellingsnauwkeurigheid van de ondernemingen gevolgd door financiële analist i; G_CAT_i = het gebruik van de niet-financiële informatiecategorie CAT door financiële analist i met CAT = TOT: de geaggregeerde score van niet-financiële informatie; ANA: analyse van bedrijfsinformatie door het management; ANA.A: redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in prestatiemaatstaven; ANA.B: trends die een effect hebben op de onderneming; TOE: toekomstgerichte informatie; MAN: informatie over het management en de aandeelhouders; AGI: achtergrondinformatie over de onderneming; AGI.A: doelstellingen en strategie; AGI.B: producten en diensten; AGI.C: commerciële belanghebbenden van de onderneming; INK: informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming; INK.A: humaan kapitaal; INK.B: interne structuur; INK.C: externe structuur; A_ERV_i: de algemene ervaring van financiële analist i; A_OND_i: het aantal ondernemingen dat financiële analist i volgt; OPL_i: het opleidingsniveau van financiële analist i; BV_i: de grootte van de beursvennootschap waartoe financiële analist i tewerkgesteld is.

De meeste analistspecifieke kenmerken werden reeds besproken in hoofdstuk 6 en 7. In tabel 9.3 vinden we wel dat twee derde van de analisten een specifieke analistenopleiding volgt of gevolgd heeft. Verder is een analist tewerkgesteld in een beursvennootschap met gemiddeld 8 analisten. Tabel 9.4 bevat de correlatiecoëfficiënten van de onafhankelijke variabelen.

Tabel 9.4: Spearmans' rho correlatiecoëfficiënten tussen de afhankelijke en de onafhankelijke variabelen (N=31)

	NKH_i	A_ERV_i	A_OND_i	OPL_i	BV_i
G_TOT_i	-0,142	0,128	-0,084	0,151	-0,003
G_ANA_i	-0,077	0,034	-0,038	0,087	-0,292*
$G\_ANA.A_i$	-0,037	0,057	0,140	0,057	-0,060
$G\_ANA.B_i$	-0,044	0,020	-0,219	0,129	-0,471***
G_TOE_i	-0,392**	0,153	-0,245*	0,189	-0,069
G_MAN_i	0,097	0,303**	0,074	-0,053	0,139
G_AGI_i	-0,190	0,210	-0,032	0,211	-0,066
$G\_AGI.A_i$	-0,133	0,287*	0,005	-0,019	-0,129
$G\_AGI.B_i$	-0,154	0,254*	-0,025	0,019	-0,176
$G\_AGI.C_i$	-0,181	0,182	-0,032	0,283*	0,093
G_INK_i	-0,037	-0,053	0,056	0,272*	-0,012
$G\_INK.A_i$	0,151	0,017	0,015	0,274*	0,046
$G\_INK.B_i$	-0,318**	-0,037	0,098	0,330**	-0,122
$G\_INK.C_i$	-0,131	-0,107	-0,127	0,148	0,083
A_ERV_i	0,164		0,360**	-0,167	0,018
A_OND_i	0,328**			-0,045	-0,032
OPL_i	-0,173				-0,184
BV_i	-0,049				

Deze tabel bevat de Spearmans' rho correlatiecoëfficiënten van de variabelen NKH_i: de gemiddelde voorspellingsnauwkeurigheid van de ondernemingen gevolgd door financiële analist i; G_CAT_i = het gebruik van de niet-financiële informatiecategorie CAT door financiële analist i met CAT = TOT: de geaggregeerde score van niet-financiële informatie; ANA: analyse van bedrijfsinformatie door het management; ANA.A: redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in prestatiemaatstaven; ANA.B: trends die een effect hebben op de onderneming; TOE: toekomstgerichte informatie; MAN: informatie over het management en de aandeelhouders; AGI: achtergrondinformatie over de onderneming; AGI.A: doelstellingen en strategie; AGI.B: producten en diensten; AGI.C: commerciële belanghebbenden van de onderneming; INK: informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming; INK.A: humaan kapitaal; INK.B: interne structuur; INK.C: externe structuur; A_ERV_i: de algemene ervaring van financiële analist i; A_OND_i: het aantal ondernemingen dat financiële analist i volgt; OPL_i: het opleidingsniveau van financiële analist i; BV_i: de grootte van de beursvennootschap waartoe financiële analist i tewerkgesteld is.

Bij de interpretatie van de univariate correlaties tussen de voorspellingsnauwkeurigheid en de diverse ondernemingsspecifieke kenmerken, dient er wel rekening mee gehouden te worden dat de voorspellingsnauwkeurigheid bepaald wordt op basis van de grootte van de voorspellingsfouten. Een positief teken betekent dat de voorspellingsfouten groter zijn naarmate de onafhankelijke variabele een hogere waarde heeft. De univariate correlatiecoëfficiënten tonen aan dat de Belgische sell-side financiële analisten die meer gebruik maken van toekomstgerichte informatie en informatie over de interne structuur nauwkeurigere voorspellingen maken. We vinden tevens dat het aantal ondernemingen dat een financiële analist volgt een negatieve invloed heeft op de nauwkeurigheid van zijn of haar schattingen.

Voorts analyseren de financiële analisten die meer ervaring hebben een groter aantal ondernemingen.

De onderzoeksresultaten van de meervoudige rangorde regressie-analyse zijn weergegeven in tabel 9.5. De mate van multicollineariteit wordt nagegaan middels de VIF-factoren. Gezien de VIF-waarden telkens kleiner zijn dan 1,4, kunnen we besluiten dat er geen probleem van multicollineariteit is. De kolom 'G_CAT' (kolom 3) in tabel 9.5 is de mate van het gebruik van niet-financiële informatie van een bepaalde informatiecategorie. Deze categorie is telkens in de eerste kolom vermeld.

De multivariate statistieken in tabel 9.5 vertonen een negatieve relatie tussen het totale gebruik van niet-financiële informatie en de mate waarin de analist voorspellingsfouten maakt, maar deze relatie blijkt evenwel niet significant te zijn. Er zijn enkel significante verbanden vast te stellen voor de informatiecategorie TOE 'Toekomstgerichte informatie' en INK.B 'Interne structuur'. Deze bevindingen wijzen erop dat de analisten die meer aandacht schenken aan toekomstgerichte informatie en aan informatie over de interne structuur van een onderneming nauwkeurigere voorspellingen maken. Dit heeft als gevolg dat hypothese 9.1 aanvaard wordt voor deze twee informatierubrieken. De hypothese wordt niet ondersteund voor de resterende informatierubrieken en voor het totale niet-financiële informatiegebruik.

De multivariate bevindingen maken verder duidelijk dat financiële analisten die een groter aantal ondernemingen dienen te volgen minder nauwkeurige voorspellingen maken. Deze bevinding is analoog aan eerdere studies zoals Clement en Tse (2003), Brown (2001) en Jacob et al. (1999). Hierdoor wordt de hypothese 9.3 ondersteund.

Tabel 9.5: Multivariate regressieresultaten van de invloed van de analistspecifieke determinanten op de voorspellingsnauwkeurigheid (N=31)

G_CAT	Constante	G_CAT_i	A_ERV_i	A_OND_i	OPL_i	BV_i	R^2/ F-waarde
TOT_i	12,382	-0,213	0,244	0,362	-0,096	-0,071	0,172
	(1,900)**	(-1,208)	(1,306)	(1,967)**	(-0,461)	(-0,398)	2,249*
ANA_i	12,095	-0,101	0,193	0,390	-0,130	-0,109	0,135
	(1,665)*	(-0,561)	(1,045)	(2,097)**	(-0,615)	(-0,568)	1,935
$ANA.A_i$	11,411	-0,115	0,201	0,408	-0,124	-0,084	0,139
	(1,714)**	(-0,654)	(1,083)	(2,196)**	(-0,584)	(-0,458)	1,966*
$ANA.B_i$	9,894	0,010	0,178	0,401	-0,134	-0,074	0,124
	(1,194)	(0,050)	(0,957)	(2,071)**	(-0,629)	(-0,351)	1,849
TOE_i	15,933	-0,416	0,257	0,317	-0,061	-0,093	0,293
	(2,554)**	(-2,450)**	(1,447)	(1,811)**	(-0,316)	(-0,557)	3,492**
MAN_i	9,474	0,082	0,144	0,405	-0,132	-0,091	0,130
	(1,435)*	(0,430)	(0,716)	(2,171)**	(-0,623)	(-0,488)	1,899
AGI_i	12,454	-0,239	0,243	0,376	-0,074	-0,084	0,185
	(1,938)**	(-1,370)	(1,321)	(2,080)**	(-0,353)	(-0,472)	2,362*
$AGI.A_i$	13,697	-0,237	0,272	0,365	-0,146	-0,110	0,177
	(2,005)*	(-1,267)	(1,407)	(1,994)**	(-0,707)	(-0,608)	2,288*
$AGI.B_i$	14,172	-0,248	0,264	0,362	-0,139	-0,124	0,188
	(2,077)**	(-1,403)	(1,407)	(1,990)**	(-0,679)	(-0,685)	2,387**
$AGI.C_i$	10,600	-0,101	0,205	0,391	-0,095	-0,062	0,134
	(1,645)*	(-0,545)	(1,082)	(2,100)**	(-0,428)	(-0,332)	1,930
INK_i	10,033	0,018	0,177	0,397	-0,140	-0,079	0,124
	(1,533)*	(0,100)	(0,957)	(2,122)**	(-0,631)	(-0,429)	1,851
$INK.A_i$	8,863	0,203	0,158	0,393	-0,207	-0,101	0,168
	(1,392)*	(1,146)	(0,874)	(2,159)**	(-0,955)	(-0,555)	2,209
$INK.B_i$	10,718	-0,342	0,193	0,407	-0,096	-0,084	0,219
	(1,647)*	(-2,386)**	(1,040)	(2,180)**	(-0,428)	(-0,456)	2,401**
$INK.C_i$	10,895	-0,068	0,192	0,387	-0,121	-0,070	0,129
	(1,626)*	(-0,381)	(1,026)	(2,049)**	(-0,565)	(-0,378)	1,888

Tabel 9.5: Multivariate regressieresultaten van de invloed van de analistspecifieke determinanten op de voorspellingsnauwkeurigheid (N=31) (vervolg)

Deze tabel bevat de multivariate regressieresultaten van het volgende model:
$NKH_{ij} = \beta_0 + \beta_1 G\_CAT_i + \beta_2 A\_ERV_i + \beta_3 A\_OND_i + \beta_4 OPL_i + \beta_5 BV_i + \varepsilon$ [11]
waarbij NKH_i: de gemiddelde voorspellingsnauwkeurigheid van de ondernemingen gevolgd door financiële analist i; G_CAT_i = het gebruik van de niet-financiële informatiecategorie CAT door financiële analist i met CAT = TOT: de geaggregeerde score van niet-financiële informatie; ANA: analyse van bedrijfsinformatie door het management; ANA.A: redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in prestatiemaatstaven; ANA.B: trends die een effect hebben op de onderneming; TOE: toekomstgerichte informatie; MAN: informatie over het management en de aandeelhouders; AGI: achtergrondinformatie over de onderneming; AGI.A: doelstellingen en strategie; AGI.B: producten en diensten; AGI.C: commerciële belanghebbenden van de onderneming; INK: informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming; INK.A: humaan kapitaal; INK.B: interne structuur; INK.C: externe structuur; A_ERV_i: de algemene ervaring van financiële analist i; A_OND_i: het aantal ondernemingen dat financiële analist i volgt; OPL_i: het opleidingsniveau van financiële analist i; BV_i: de grootte van de beursvennootschap waartoe financiële analist i tewerkgesteld is; . ε : restterm
Deze tabel bevat de betacoëfficiënten met de t-waarden tussen haakjes *** significant op 1% niveau; ** significant op 5% niveau;
* significant op 10% niveau

[11] Indien het model geregresseerd wordt zonder opname van variabele G_CAT die de invloed onderzoekt van de mate van het gebruik van niet-financiële informatie, wordt een aangepaste R^2 van 0,158 bekomen. Door opname van de variabele G_CAT kan telkens de incrementele bijdrage van elke informatiecategorie bepaald worden. Zo stijgt de R^2 bij opname van het gebruik van toekomstgerichte informatie van 0,158 naar 0,293.

Op basis van de bevindingen opgenomen in tabel 9.5 wordt verder vastgesteld dat de algemene ervaring van een financiële analist geen effect heeft op de voorspellingsnauwkeurigheid. De voorspellingen van financiële analisten die al meerdere jaren in dienst zijn, zijn niet nauwkeuriger dan de voorspellingen van financiële analisten die recent in dienst zijn. Dit heeft tot gevolg dat de hypothese 9.2 niet aanvaard kan worden. Onze onderzoeksresultaten zijn in overeenstemming met de bevindingen van Jacob et al. (1999) die eveneens geen significant verband vaststellen. Holmström (1999) verklaart dit resultaat doordat financiële analisten ook voordelen moeten ervaren bij het produceren van meer nauwkeurige analistenvoorspellingen. Deze voordelen kunnen zich situeren op het financiële vlak (bonussen) of op het persoonlijke vlak (reputatie). Een belangrijk element hierbij is de rol van de cultuur waarin een analist tewerkgesteld wordt. Sinds Belgische analisten actief zijn in een 'code law' land, is de druk om nauwkeurige voorspellingen te genereren kleiner. Deze financiële analisten worden immers niet gedwongen om een andere functie of beroep uit te oefenen wanneer de voorspelde bedrijfsresultaten minder nauwkeurig zijn (Bolliger, 2004; Clement et al., 2003). De meer ervaren analisten in België doen dus minder moeite om nauwkeurige voorspellingen te maken; een vaststelling die we ook in hoofdstuk 8 maakten met betrekking tot het gebruik van niet-financiële informatie.

Het feit of een financiële analist een specifieke opleiding als financiële analist volgt of gevolgd heeft, blijkt geen invloed van betekenis te hebben op de voorspellingsnauwkeurigheid (tabel 9.5). Ondanks het feit dat de richting van de variabele wijst op een gestegen voorspellingsnauwkeurigheid, geven de insignificante resultaten geen ondersteuning voor de hypothese 9.4.

Tenslotte stellen we vast dat de grootte van de beursvennootschap waartoe de financiële analist behoort geen betekenisvolle invloed heeft op de voorspellingsnauwkeurigheid. Deze bevinding is in overeenstemming met de bevindingen van Bolliger (2004) voor een steekproef van Continentaal Europese financiële analisten, maar in tegenstelling tot de resultaten van Brown (2001b) en Jacob et al. (1999) voor een steekproef van Angelsaksische financiële analisten. Het specifieke verschil in cultuur kan een mogelijke verklaring zijn

voor de insignificante resultaten. Een andere mogelijke verklaring is het beperkte aantal beursvennootschappen dat in België actief is, waardoor er te weinig spreiding is in het aantal financiële analisten dat per beursvennootschap tewerkgesteld is. De insignificante resultaten geven dan ook geen ondersteuning voor de hypothese 9.5.

Additionele analyses[12]

Een andere benadering voor complexiteit is het aantal sectoren dat een financiële analist volgt. Net zoals bij het aantal gevolgde ondernemingen kan verwacht worden dat een financiële analist minder nauwkeurig is wanneer hij of zij een groter aantal sectoren dient te volgen omwille van een gebrek aan tijd (Clement en Tse, 2003; Clement, 1999). Wanneer een financiële analist minder sectoren volgt, ontwikkelt hij of zij ook meer sectorspecifieke kennis, hetgeen resulteert in een toename van de voorspellingsnauwkeurigheid (Gilson et al., 2001).

Indien deze variabele in het basismodel opgenomen wordt in plaats van het aantal ondernemingen, vinden we geen betekenisvol verband met de voorspellingsnauwkeurigheid. Deze bevinding is analoog met de bevinding van Brown (2001b) en Mikhail et al. (1997) die net als onze studie tot de conclusie komen dat het aantal gevolgde ondernemingen wel en het aantal gevolgde sectoren geen invloed van betekenis heeft op de voorspellingsnauwkeurigheid.

Naast de algemene ervaring, bezit een financiële analist ook bedrijfsspecifieke ervaring die verworven wordt naarmate een financiële analist gedurende een bepaalde periode dezelfde onderneming volgt. Initieel kan verwacht worden dat een toename in de bedrijfsspecifieke ervaring resulteert in een stijging van de nauwkeurigheid van de voorspelde bedrijfsresultaten. Jacob et al. (1999) beklemtonen immers dat deze analisten beter in staat zijn om bij een welbepaalde onderneming de relevante informatie te herkennen die de bedrijfsresultaten sturen. Bovendien concluderen Sinha et al. (1997) dat

[12] Deze resultaten worden niet in een tabel opgenomen.

financiële analisten leren uit hun voorspellingsfouten die zij in het verleden voor een bepaalde onderneming gemaakt hebben. Clement et al. (2003) voegen hieraan toe dat meer ervaren financiële analisten privaat meer informatie bezitten dan de minder ervaren analisten omdat zij betere contacten hebben opgebouwd met het management van de onderneming. Volgens Lim (2001) is niet enkel het feit dat de minder ervaren analisten minder informatie bezitten een reden om minder nauwkeurige voorspellingen te maken. Hij suggereert eveneens dat de minder ervaren analisten op een goed blaadje willen staan bij het management om zo betere contacten te kunnen leggen met het management en daardoor positieve voorspellingen maken. Voorts concluderen Clement en Lopez (2000) dat de bedrijfsspecifieke ervaring een rol speelt bij het voorspellen van het bedrijfsresultaat na een herstructurering van een onderneming. Een dergelijke gebeurtenis resulteert, omwille van de toegenomen onzekerheid, in een vermindering van de voorspellingsnauwkeurigheid, maar deze daling is minder uitgesproken indien de financiële analist reeds in het verleden ervaring opgedaan heeft bij een eerdere herstructurering van dezelfde onderneming. Chaney et al. (1999) stellen daarentegen in een gelijkaardig onderzoek geen significant verband vast.

Uit onze empirische studie blijkt dat de bedrijfsspecifieke ervaring geen significante invloed heeft op de nauwkeurigheid van de analistenvoorspellingen indien deze variabele in plaats van de algemene ervaring in het basismodel opgenomen wordt. Net zoals bij de algemene ervaring kan dit resultaat mogelijks verklaard worden doordat deze financiële analisten zich vasthouden aan oude patronen bij het evalueren van ondernemingen. De analisten met meer bedrijfsspecifieke ervaring doen bijvoorbeeld minder inspanningen om zich terdege te informeren over de onderneming. Bovendien is er vanuit de kapitaalmarkt weinig druk om blijvend zo nauwkeurig mogelijke resultaten te voorspellen (Bolliger, 2004).

Bijkomend aan het basismodel zoals beschreven in tabel 9.5, voegen we de antwoorden over de mate waarin financiële analisten van mening zijn dat niet-financiële informatie belangrijker is dan financiële informatie (cfr. hoofdstuk 6). De resultaten tonen aan dat de financiële analisten nauwkeurigere resultaten

maken naarmate zij niet-financiële informatie belangrijker vinden dan financiële informatie. Het gebruik van de informatiecategorieën TOE en INK.B is bij elk van de additionele analyses nog altijd significant verbonden met de voorspellingsnauwkeurigheid.

9.4 Conclusie

In dit hoofdstuk onderzoeken we de mate waarin het gebruik van niet-financiële informatie door een financiële analist een invloed heeft op de nauwkeurigheid van de bedrijfsresultaten die financiële analisten voorspellen. De empirische onderzoeksresultaten worden samengevat in tabel 9.6.

Tabel 9.6: Samenvattend overzicht van de analistspecifieke invloeden op de voorspellingsnauwkeurigheid

G_CAT	G_CAT_i	A_ERV_i	A_OND_i	OPL_i	BV_i
Hypothese	**+**	**-**	**-**	**+**	**+**
NKH_i	*		-		

Deze tabel bevat de invloeden van G_CAT_i = het gebruik van de niet-financiële informatiecategorie CAT door financiële analist i; A_ERV_i: de algemene ervaring van financiële analist i; A_OND_i: het aantal ondernemingen dat financiële analist i volgt; OPL_i: het opleidingsniveau van financiële analist i; BV_i: de grootte van de beursvennootschap waartoe financiële analist i tewerkgesteld is op de NKH_i: de gemiddelde voorspellingsnauwkeurigheid van de ondernemingen gevolgd door financiële analist i;
+ positieve invloed op een significantieniveau kleiner dan 5%; - negatieve invloed op een significantieniveau van 5%
* enkel significant voor de informatiecategorie TOE: toekomstgerichte informatie en INK.B: interne structuur

In tabel 9.6 merken we op dat de financiële analisten nauwkeurigere voorspellingen naarmate zij meer gebruik maken van toekomstgerichte niet-financiële informatie en van niet-financiële informatie over de interne structuur van de onderneming zoals innovatie of onderzoek en ontwikkeling. Onze onderzoeksresultaten leveren de bevestiging dat het nuttig is voor financiële analisten om informatie van niet-financiële aard in beschouwing te nemen bij het evalueren en het analyseren van ondernemingen.

De bevindingen tonen dus aan dat vooral de informatiecategorieën die het meest verbonden zijn met de toekomstige kasstromen kunnen resulteren in nauwkeurigere voorspellingen indien de analisten hiervan meer gebruik maken.

De insignificante resultaten van een aantal informatiecategorieën kan mede het gevolg zijn van een beperkte variatie in het gebruik van bepaalde informatiecategorieën tussen de financiële analisten onderling zoals onder meer de informatie gerelateerd aan de doelstellingen en de strategie.

De empirische bevindingen tonen verder aan dat de complexiteit van de portefeuille een negatieve invloed heeft op de voorspellingsnauwkeurigheid. De ervaring van de Belgische financiële analist heeft geen invloed op de voorspellingsnauwkeurigheid. Deze bevinding is analoog aan de resultaten van Bolliger (2004) en Clement et al. (2003) die stellen dat financiële analisten in Continentaal Europa geen druk hebben om continu nauwkeurige resultaten te voorspellen in vergelijking met de financiële analisten die actief zijn in Angelsaksische omgevingen. Het opleidingsniveau heeft eveneens geen effect op de nauwkeurigheid van de geschatte resultaten door financiële analisten.

Bij onze studie dienen we rekening te houden met een aantal beperkingen. Zo is de steekproefgrootte vrij klein, zodat de resultaten moeilijk veralgemeend kunnen worden naar andere kapitaalmarkten. De onderzoeksresultaten houden eveneens geen rekening met het feit of een analist bepaalde informatie wenst te gebruiken, maar er geen toegang tot heeft. Hierdoor kunnen de onderzoeksresultaten vertekend zijn. We hebben eveneens niet onderzocht of andere niet-financiële informatie, zoals maatschappelijke verslaggeving, een invloed zou kunnen hebben op de nauwkeurigheid van de voorspellingen van analisten.

Toekomstig onderzoek kan de invloed van de informatie vermeld in de analistenrapporten met de voorspellingsnauwkeurigheid relateren. In onze studie is er geen perfecte overeenstemming tussen de financiële analisten die de analistenrapporten opgesteld hebben en de financiële analisten die de survey ingevuld hebben. Hierdoor hebben we teveel ontbrekende data (o.m. voor de ervaring van de analist). Een analyse op een beperkt aantal analistenrapporten toont evenwel geen betekenisvol verband aan tussen de hoeveelheid aan niet-financiële informatie vermeld in een analistenrapport en de voorspellingsnauwkeurigheid. Tevens dient er onderzocht te worden of culturele

verschillen een invloed hebben op de mate waarin het gebruik van niet-financiële informatie een impact kan hebben op de voorspellingsnauwkeurigheid. Gezien de financiële informatie van betere kwaliteit is in de common law landen, bestaat de mogelijkheid dat financiële analisten in deze omgeving een andere zienswijze hebben op het gebruik van niet-financiële informatie.

Toekomstig onderzoek kan zich ook concentreren of de analisten die meer niet-financiële informatie in rekening brengen in hun analyses, eveneens in staat zijn om abnormale rendementen te realiseren. Er kan tevens onderzocht worden of het gebruik van bepaalde niet-financiële informatie een invloed heeft op een bepaald type van beleggingsadvies.

Deel IV: De vergelijking tussen de vraag naar en het aanbod van niet-financiële informatie

In dit vierde deel wordt onderzocht of er overeenstemming is tussen het aanbod van en de vraag naar niet-financiële informatie. Zoals reeds aangehaald in de inleiding zal de informatiemarkt efficiënter functioneren naarmate er een vlotte informatie-uitwisseling is tussen de verschillende deelnemers op de kapitaalmarkt. Enquêtes die uitgevoerd werden in de Verenigde Staten veroorzaken evenwel twijfels over de efficiënte werking van de informatiemarkt. Graham et al. (2005) stellen vast dat ondernemingen vinden dat ze tegemoet komen aan de vraag om meer informatie te rapporteren, terwijl financiële analisten vinden dat ondernemingen te weinig informatie verschaffen. Scherr (2002) komt tot dezelfde bevinding voor individuele investeerders. Het is voor Belgische ondernemingen dan ook van belang om te weten of de informatie die zij rapporteren ook daadwerkelijk gebruikt wordt door de Belgische sell-side financiële analist. Deze bevindingen worden besproken in hoofdstuk 10.

Hoofdstuk 10: Een vergelijkende analyse van de vraag en het aanbod van niet-financiële informatie op de Belgische informatiemarkt

In hoofdstuk 3 stelden we vast dat de Belgische beursgenoteerde ondernemingen over de periode 2001-2005 meer niet-financiële informatie vermelden in hun jaarverslagen. In hoofdstuk 7 vonden we dan weer dat financiële analisten over de periode 2002-2006 geen bijkomende niet-financiële informatie vermelden in hun analistenrapporten. De vraag stelt zich of financiële analisten gebruik maken van de informatie die ondernemingen in hun jaarverslag vermelden. Penman (2002) suggereert immers dat bijkomend onderzoek vereist is naar de reacties van de deelnemers op de kapitaalmarkt op de informatie die ondernemingen verstrekken. De empirische literatuur tot nu toe is beperkt. García-meca (2005) en Nielsen (2005) vinden voor een steekproef van Spaanse, respectievelijk Deense ondernemingen, dat financiële analisten en bedrijfsmanagers eenzelfde belang hechten aan de diverse informatiecategorieën. Toch vinden studies als Flöstrand en Ström (2006), Fogarty en Rogers (2005) en Rogers en Grant (1997) dat een analistenrapport behoorlijk wat informatie bevat die niet aan bod komt in de geanalyseerde jaarverslagen. In België is er tot op heden geen onderzoek gebeurt naar de mate waarin financiële analisten gebruik maken van de informatie die ondernemingen verstrekken, zodat de volgende centrale onderzoeksvraag geformuleerd wordt:

> *Vermelden de Belgische sell-side financiële analisten in hun analistenrapporten de niet-financiële informatie die ondernemingen rapporteren in hun jaarverslagen?*

Middels deze studie kunnen we besluiten of ondernemingen tegemoet komen aan de informatiebehoeften van de belanghebbenden van een onderneming. Bovendien stelt het ons in staat om na te gaan in welke mate een financiële analist beroep doet op andere informatiebronnen voor het bekomen van informatie over een onderneming.

Bijkomend onderzoeken we of de informatie die Belgische ondernemingen in de periode 2001-2005 additioneel rapporteren, informatie is die financiële analisten belangrijk vinden. Anders gesteld onderzoeken we of de informatiekloof tussen de financiële analisten en de ondernemingen verkleint doordat ondernemingen in de tijd vooral informatie verstrekken die in analistenrapporten zijn opgenomen. De bijkomende onderzoeksvraag is dan ook:

> *Rapporteren Belgische beursgenoteerde ondernemingen over de periode 2001-2005 meer niet-financiële informatie van de categorieën die financiële analisten belangrijk vinden?*

De eerste sectie bespreekt enkele bevindingen uit de literatuur en motiveert de hypothesen die we in dit hoofdstuk stellen. De tweede sectie licht de onderzoeksopzet toe en de derde sectie bespreekt de empirische onderzoeksresultaten.

10.1 Bevindingen uit de literatuur en hypothese-ontwikkeling

In de literatuur is er tot op heden weinig onderzoek verricht naar de mate waarin financiële analisten gebruik maken van de door de ondernemingen gerapporteerde informatie. García-meca (2005) is één van de weinige auteurs die een dergelijke studie uitgevoerd heeft. Zij stelt na een analyse van analistenpresentaties en van analistenrapporten vast dat bedrijfsmanagers en financiële analisten evenveel aandacht besteden aan de diverse informatie-items die gerelateerd zijn aan het intellectueel kapitaal van de onderneming. Concreet vermelden analistenpresentaties en analistenrapporten veel gegevens over de strategie, de klanten en de processen, terwijl weinig gegevens weer te vinden zijn over humaan kapitaal, innovatie en onderzoek en ontwikkeling. Nielsen (2005) vergelijkt de inhoud van jaarverslagen van ondernemingen actief in de Deense biomedische sector met de inhoud van analistenrapporten die opgesteld worden voor één onderneming actief binnen deze biomedische sector. De meeste aandacht wordt in beide analysen gehecht aan achtergrondinformatie over de onderneming. Verschillen zijn er wel voor diverse andere niet-financiële

informatiecategorieën. Zo rapporteren jaarverslagen meer informatie over het intellectueel kapitaal, meer corporate governance informatie en meer sociale en maatschappelijk verantwoorde informatie. In analistenrapporten wordt er meer toekomstgerichte informatie en gesegmenteerde informatie vermeld in vergelijking met jaarverslagen.

Flöstrand en Ström (2006) vinden dat gemiddeld 39% van de vermelde informatie-items in een analistenrapport aan bod komt in een jaarverslag. Dit onderzoeksresultaat toont aan dat deze financiële analisten voor meer dan de helft van hun informatiebehoeften beroep doen op andere informatiebronnen dan het jaarverslag. Een gelijkaardig onderzoeksresultaat wordt gevonden door Rogers en Grant (1997) die evenwel verschillen waarnemen voor de verschillende informatiecategorieën. Zo is amper 38% van de toekomstgerichte informatie en 10% van de informatie over de klanten, leveranciers of concurrenten die besproken wordt in een analistenrapport afkomstig van het jaarverslag van de onderneming. Fogarty en Rogers (2005) stellen dat 57% van de informatie die opgenomen is in een analistenrapport ook besproken wordt in het jaarverslag. Flöstrand en Ström (2006) besluiten verder dat de analisten significant meer informatie over een onderneming vermelden in hun analistenrapporten naarmate deze onderneming ook meer informatie verstrekt in haar jaarverslagen.

In onze studie vergelijken we het aanbod van en de vraag naar niet-financiële informatie in drie analyseperioden. In eerste instantie onderzoeken we of financiële analisten gebruik maken van de informatie die opgenomen is in de jaarverslagen van ondernemingen. Uit eerder empirisch onderzoek stellen we een stijging vast in de hoeveelheid aan niet-financiële informatie die door ondernemingen gerapporteerd wordt (cfr. hoofdstuk 3), maar de hoeveelheid aan niet-financiële informatie besproken in analistenrapporten is echter constant gebleven (cfr. hoofdstuk 7). Toch verwachten we dat de hoeveelheid aan niet-financiële informatie vermeld in analistenrapporten over de periode 2002-2006 in toenemende mate afkomstig is uit jaarverslagen. In hoofdstuk 6 concluderen we immers dat de Belgische financiële analisten het jaarverslag van een

onderneming als de derde belangrijkste informatiebron beschouwen. Hierdoor formuleren we de volgende hypothese:

Hypothese 10.1: Belgische financiële analisten maken in toenemende mate gebruik van de niet-financiële informatie die vermeld wordt in de jaarverslagen.

We verwachten bovendien dat de ondernemingen in toenemende mate die informatie in jaarverslagen rapporteren die financiële analisten belangrijk vinden. Ondernemingen zijn zich immers bewust van het feit dat financiële analisten een belangrijke invloed uitoefenen op investeerders. Ho en Harris (2000), Hirst et al. (1995), Ackert et al. (1996) en Womack (1996) vinden immers dat investeerders aandacht schenken aan de analyses en de aanbevelingen van de financiële analisten. Bovendien tonen diverse studies in de literatuur aan dat financiële analisten nauwkeuriger zijn in het voorspellen van de bedrijfsresultaten naarmate ondernemingen meer relevante informatie verstrekken (Hope, 2003a). We verwachten dan ook dat de toename in de rapportering van niet-financiële informatie vooral van toepassing is voor de informatiecategorieën die financiële analisten belangrijk vinden zodat zij in staat zijn een correctere analyse te maken over de onderneming. De volgende hypothese wordt geformuleerd:

Hypothese 10.2: Belgische bedrijfsmanagers rapporteren in toenemende mate niet-financiële informatie die Belgische financiële analisten belangrijk vinden.

10.2 Onderzoeksopzet

De wijze waarop de steekproef van jaarverslagen en analistenrapporten is samengesteld, werd reeds toegelicht in de onderdelen 3.3 (m.b.t. jaarverslagen) en 7.2 (m.b.t. analistenrapporten). Zo bestuderen we in hoofdstuk 3 de inhoud van de jaarverslagen van de boekjaren 2001, 2003 en 2005 die 40 Belgische beursgenoteerde ondernemingen opstelden. In hoofdstuk 7 onderzochten we de

inhoud van de analistenrapporten die door financiële analisten in de jaren 2002, 2004 en 2006 werden gepubliceerd. In dit hoofdstuk vergelijken we de inhoud van de jaarverslagen en de analistenrapporten met elkaar voor elk van de drie analyseperioden. De oorspronkelijke steekproefgrootte van 40 jaarverslagen wordt wel in elke analyseperiode gereduceerd omdat we niet voor elke onderneming een fundamenteel analistenrapport bezitten. Zo vergelijken we in de analyseperiode 2002 de inhoud van 52 analistenrapporten met de inhoud van 29 jaarverslagen van het boekjaar 2001. Voor de analyseperiode 2004 bestuderen we de inhoud van 63 analistenrapporten met de inhoud van 34 jaarverslagen van het boekjaar 2003 en voor de analyseperiode 2006 vergelijken we de inhoud van 62 analistenrapporten met 33 jaarverslagen van het boekjaar 2005.

10.3 Onderzoeksresultaten

Voor het vergelijken van de vraag naar en het aanbod van niet-financiële informatie worden twee statistische analyses uitgevoerd. In een eerste analyse onderzoeken we de mate waarin de informatie die vermeld is in een analistenrapport afkomstig is van het jaarverslag. Een dergelijke studie wordt ook uitgevoerd in de studies van Flöstrand en Ström (2006), Fogarty en Rogers (2005) en Rogers en Grant (1997) en wordt gebruikt voor het toetsen van hypothese 10.1. De tweede analyse bestudeert of de Belgische beursgenoteerde ondernemingen gedurende de periode 2002-2006 meer aandacht besteden aan het verstrekken van niet-financiële informatie die financiële analisten belangrijk vinden. Deze analyse wordt toegepast voor het toetsen van hypothese 10.2.

Bij de eerste analyse onderzoeken we of een informatie-item dat vermeld wordt in een analistenrapport ook gerapporteerd wordt in het jaarverslag van de onderneming waarvoor het analistenrapport wordt opgesteld. Anders gesteld, bepalen we per analistenrapport het percentage aan niet-financiële informatie-items dat besproken wordt in een analistenrapport dat ook vermeld is in het jaarverslag. Indien een analistenrapport voor onderneming X 10 niet-financiële informatie-items bevat, waarvan 6 items ook aan bod komen in het jaarverslag

van onderneming X, besluiten we dat 60% van de gebruikte informatie-items in een analistenrapport afkomstig is van het jaarverslag. De beschrijvende statistieken per informatiecategorie en per analyseperiode zijn opgenomen in tabel 10.1.

Op basis van tabel 10.1 besluiten we dat gemiddeld 63% van de vermelde niet-financiële items in een analistenrapport van 2002 ook besproken wordt in het jaarverslag van deze onderneming in 2001. Anders geformuleerd, gemiddeld genomen is 37% van de vermelde niet-financiële informatie-items in een analistenrapport, niet gerapporteerd in het jaarverslag. Voor het bekomen van deze informatie hebben financiële analisten dus andere informatiebronnen geconsulteerd. In de analyseperiode 2004 stijgt het percentage aan niet-financiële informatie-items in een analistenrapport dat reeds vermeld is geweest in het jaarverslag tot 69%. In de analyseperiode 2006 is al 74% van de verschafte niet-financiële informatie in een analistenrapport afkomstig van het jaarverslag. Deze stijging is te verklaren doordat er in de tijd meer niet-financiële informatie gerapporteerd wordt in jaarverslagen, terwijl het aantal items in de analistenrapporten constant gebleven is. Deze bevindingen geven aan dat ondernemingen inspanningen geleverd hebben tot het verschaffen van bedrijfsinformatie die van nut is voor de financiële analist.

In vergelijking met de studies van Flöstrand en Ström (2006), Fogarty en Rogers (2005) en Rogers en Grant (1997) bevatten de analistenrapporten van Belgische sell-side financiële analisten meer niet-financiële informatie die ook opgenomen is in de jaarverslagen. We kunnen dus besluiten dat de jaarverslagen opgesteld door de Belgische bedrijven een belangrijke bron van informatie zijn voor de Belgische financiële analisten, maar dat zij voor 30 tot 35% van de nodige niet-financiële informatie-items beroep doen op andere informatiebronnen zoals mogelijkerwijze de directe contacten met het management of analistenpresentaties (cfr. hoofdstuk 6). De stijging in het aantal niet-financiële informatie-items vermeld in het analistenrapport dat eerder gerapporteerd werd in het jaarverslag, maakt dat hypothese 10.1 aanvaard kan worden.

Tabel 10.1: Het procentuele aantal items per informatiecategorie vermeld in de analistenrapporten dat gerapporteerd wordt in de jaarverslagen

CAT	Analyseperiode 2001					Analyseperiode 2003					Analyseperiode 2005				
	N[1,2]	Gem.	Min.	Max.	St. dev.	N[1,2]	Gem.	Min.	Max.	St. dev.	N[1,2]	Gem.	Min.	Max.	St. dev.
TOT	**52**	**0,632**	**0,40**	**0,85**	**0,109**	**63**	**0,690**	**0,38**	**0,94**	**0,125**	**62**	**0,736**	**0**	**0,95**	**0,143**
ANA	46	0,671	0	1	0,266	60	0,696	0	1	0,312	62	0,747	0	1	0,239
ANA.A	45	0,704	0	1	0,310	58	0,762	0	1	0,286	62	0,772	0	1	0,250
ANA.B	30	0,575	0	1	0,451	31	0,468	0	1	0,464	31	0,629	0	1	0,430
TOE	52	0,491	0	1	0,185	63	0,535	0	1	0,251	62	0,645	0	1	0,232
MAN	37	0,743	0	1	0,378	49	0,813	0	1	0,361	45	0,904	0	1	0,290
AGI	52	0,681	0,29	1	0,140	63	0,736	0,40	1	0,161	62	0,768	0	1	0,160
AGI.A	46	0,899	0	1	0,208	48	0,861	0	1	0,278	56	0,955	0	1	0,164
AG.IB	48	0,741	0,43	1	0,158	63	0,862	0,33	1	0,156	62	0,835	0	1	0,179
AGI.C	45	0,464	0	1	0,336	57	0,493	0	1	0,294	60	0,598	0	1	0,324
INK	45	0,710	0	1	0,289	59	0,801	0	1	0,275	60	0,733	0	1	0,277
INK.A	18	0,583	0	1	0,462	22	0,591	0	1	0,479	20	0,275	0	1	0,444
INK.B	34	0,697	0	1	0,397	44	0,806	0	1	0,317	48	0,832	0	1	0,264
INK.C	41	0,756	0	1	0,316	52	0,776	0	1	0,345	53	0,769	0	1	0,338

[1] N: Het aantal analistenrapporten dat melding maakt van tenminste één informatie-item van de informatiecategorie CAT waarbij CAT= TOT: de geaggregeerde score van het gebruik van niet-financiële informatie; ANA: analyse van bedrijfsinformatie door het management; ANA.A: redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in prestatiemaatstaven; ANA.B: trends die een effect hebben op de onderneming; TOE: toekomstgerichte informatie; MAN: informatie over het management en de aandeelhouders; AGI: achtergrondinformatie over de onderneming; AGI.A: doelstellingen en strategie; AGI.B: producten en diensten; AGI.C: commerciële belanghebbenden van de onderneming; INK: informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming; INK.A: humaan kapitaal; INK.B: interne structuur; INK.C: externe structuur ;

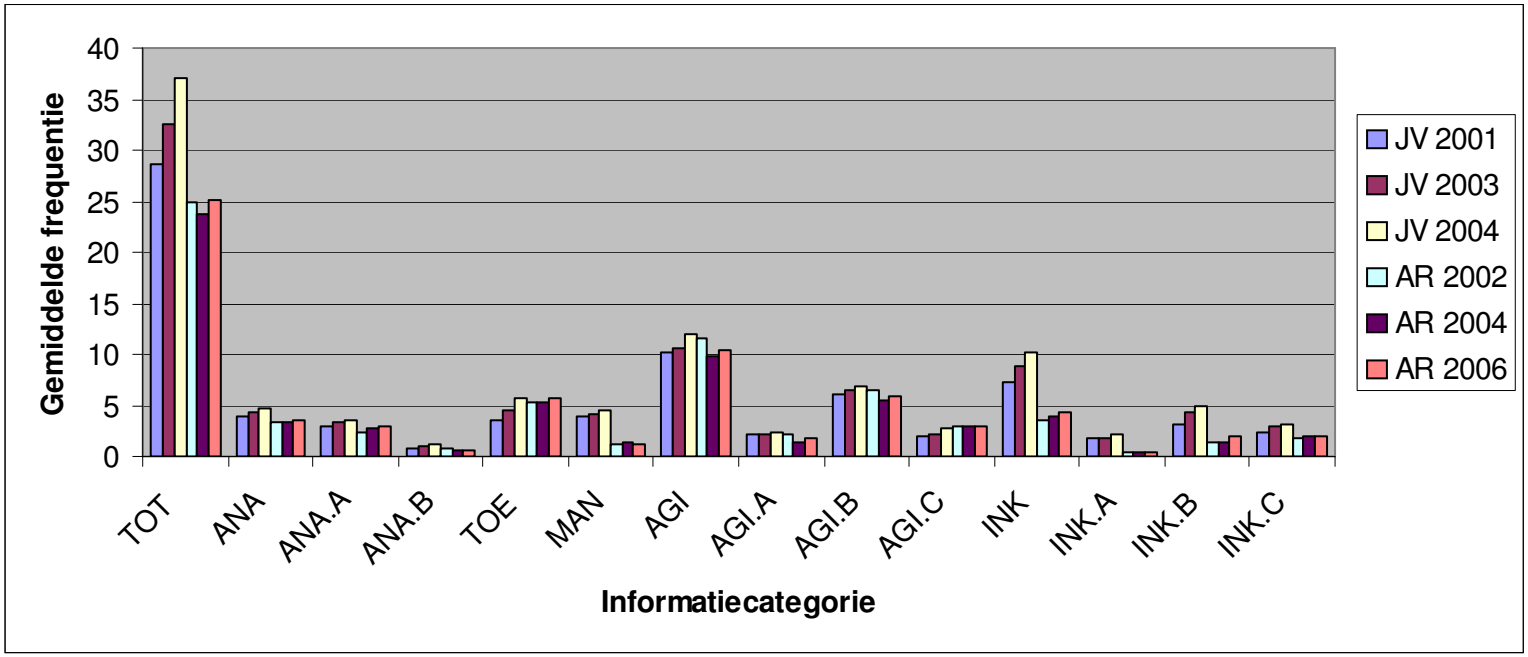
[2] Het totale aantal geanalyseerde analistenrapporten bedraagt 52 in 2002, 63 in 2004 en 62 in 2006.

De onderzoeksresultaten in tabel 10.1 tonen voorts enkele verschillen aan tussen de diverse informatiecategorieën. Zo vermelden financiële analisten behoorlijk wat toekomstgerichte informatie (categorie TOE) en informatie over de commerciële belanghebbenden van de onderneming (categorie AGI.C) in hun analistenrapporten dat niet eerder gerapporteerd werd in de jaarverslagen. De resultaten in tabel 10.1 geven ook aan dat bijna alle vermelde items in een analistenrapport die behoren tot de informatiecategorieën AGI.A 'Doelstellingen en strategie', AGI.B 'Producten en diensten' en MAN 'Informatie over het management en de aandeelhouders' afkomstig zijn van het jaarverslag.

De vergelijking tussen de totale hoeveelheid aan niet-financiële informatie die van elke informatiecategorie verstrekt wordt in de analistenrapporten en in de jaarverslagen is onderwerp van een tweede analyse. De onderzoeksresultaten worden in figuur 10.1 grafisch weergegeven.

Figuur 10.1 toont duidelijk aan dat een gemiddeld jaarverslag in elke analyseperiode in totaal meer niet-financiële informatie bevat dan een gemiddeld analistenrapport. Deze onderzoeksresultaten zijn in overeenstemming met de bevindingen van García-meca (2005) en kunnen verklaard worden doordat een onderneming ook aan andere belanghebbenden zoals financiële instellingen, klanten of werknemers informatie verschaft (Bowen et al., 1995; Moneva en Llena, 2000). De financiële analisten informeren enkel de beleggers of investeerders. Op basis van figuur 10.1 kunnen we tevens vaststellen dat de jaarverslagen in toenemende mate niet-financiële informatie rapporteren over de periode 2001-2005, terwijl we geen evolutie vinden in de kwantiteit aan niet-financiële informatie die verschaft wordt in de analistenrapporten.

Figuur 10.1: De mate van rapportering en gebruik van niet-financiële informatie



JV= jaarverslagen; AR= analistenrapporten; TOT: de geaggregeerde score van de mate van rapportering/gebruik van niet-financiële informatie; ANA: analyse van bedrijfsinformatie door het management; ANA.A: redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in prestatiemaatstaven; ANA.B: trends die een effect hebben op de onderneming; TOE: toekomstgerichte informatie; MAN: informatie over het management en de aandeelhouders; AGI: achtergrondinformatie over de onderneming; AGI.A: doelstellingen en strategie; AGI.B: producten en diensten; AGI.C: commerciële belanghebbenden van de onderneming; INK: informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming; INK.A: humaan kapitaal; INK.B: interne structuur; INK.C: externe structuur

Wanneer de gemiddelde scores per informatiecategorie bestudeerd worden, kan vastgesteld worden dat de analistenrapporten uitgegeven in 2002, in vergelijking met de jaarverslagen van deze analyseperiode, meer informatie van de informatiecategorieën TOE 'Toekomstgerichte informatie', AGI 'Achtergrondinformatie over de onderneming' en haar subcategorieën AGI.B 'Producten en diensten' en AGI.C 'Commerciële belanghebbenden van de onderneming' bespreken. Jaarverslagen bevatten meer informatie van de overige informatiecategorieën ANA 'Analyse van bedrijfsinformatie door het management', ANA.A 'Redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in de prestatiemaatstaven', MAN 'Informatie over het management en de aandeelhouders', INK 'Informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming' en alle subcategorieën van INK.

In de analyseperiode 2004 bevatten de analistenrapporten in vergelijking met jaarverslagen enkel nog meer informatie die behoort tot de informatierubrieken TOE 'Toekomstgerichte informatie' en AGI.C 'Informatie over de commerciële belanghebbenden van de onderneming'. De jaarverslagen bespreken in vergelijking met analistenrapporten meer informatie van de overige informatiecategorieën. In de periode 2006 bevatten de analistenrapporten enkel meer informatie van de rubriek AGI.C.

Deze beschrijvende statistieken geven reeds een indicatie dat ondernemingen meer inspanningen geleverd hebben in het rapporteren van informatie die financiële analisten belangrijk vinden, zoals toekomstgerichte informatie (TOE) en achtergrondinformatie over de onderneming (AGI). De mogelijke verschillen en gelijkenissen tussen de hoeveelheid aan informatie vermeld per informatiecategorie worden statistisch getest door middel van de Mann-Whitney U test. Deze test onderzoekt of twee onafhankelijke steekproeven tot dezelfde populatie behoren. De Mann-Whitney U test meet het aantal keren dat een waarde in de steekproef van jaarverslagen, de waarde in de steekproef van analistenrapporten vooraf gaat. De resultaten van deze niet-parametrische test zijn opgenomen in tabel 10.2.

Tabel 10.2: Resultaten van de Mann-Whitney U test betreffende de mate waarin ondernemingen niet-financiële informatie rapporteren in jaarverslagen en de mate waarin financiële analisten niet-financiële informatie vermelden in analistenrapporten

		Analyseperiode 2002		Analyseperiode 2004		Analyseperiode 2006	
RG_CAT		Gemiddelde rangorde	Z-waarde	Gemiddelde rangorde	Z-waarde	Gemiddelde rangorde	Z-waarde
RG_TOT	Jaarverslagen	47,71	-1,920*	70,29	-5,480***	74,05	-6,728***
	Analistenrapporten	37,26		37,51		34,14	
RG_ANA	Jaarverslagen	46,91	-1,748*	59,65	-2,789***	58,64	-2,801***
	Analistenrapporten	37,70		43,25		42,34	
RG_ANA.A	Jaarverslagen	48,66	-2,281**	57,50	-2,258**	56,36	-2,234**
	Analistenrapporten	36,73		44,41		43,55	
RG_ANA.B	Jaarverslagen	40,14	-0,267	56,99	-2,211**	57,53	-2,661***
	Analistenrapporten	41,48		44,69		42,93	
RG_TOE	Jaarverslagen	25,69	-4,432***	42,06	-1,818*	50,35	-0,620
	Analistenrapporten	49,54		52,75		46,75	
RG_MAN	Jaarverslagen	65,71	-7,170***	79,97	-8,099***	78,41	-7,983***
	Analistenrapporten	27,22		32,29		31,81	
RG_AGI	Jaarverslagen	33,29	-2,220**	55,18	-1,599	59,44	-2,967***
	Analistenrapporten	45,30		45,67		41,91	
RG_AGI.A	Jaarverslagen	41,36	-0,112	62,41	-3,710***	62,89	-4,172***
	Analistenrapporten	40,80		41,76		40,07	
RG_AGI.B	Jaarverslagen	34,81	-1,810*	61,01	-3,157***	62,71	-3,873***
	Analistenrapporten	44,45		42,52		40,17	
RG_AGI.C	Jaarverslagen	31,98	-2,613***	40,03	-2,343**	47,89	-0,028
	Analistenrapporten	46,03		53,84		48,06	
RG_INK	Jaarverslagen	58,36	-4,999***	74,79	-6,658***	75,00	-7,007***
	Analistenrapporten	31,32		35,08		33,63	
RG_INK.A	Jaarverslagen	55,72	-4,543***	67,03	-5,006***	70,23	-6,189***
	Analistenrapporten	32,79		39,27		36,17	
RG_INK.B	Jaarverslagen	54,81	-4,040***	73,54	-6,398***	74,20	-6,826***
	Analistenrapporten	33,30		35,75		34,06	
RG_INK.C	Jaarverslagen	48,55	-2,225**	63,34	-3,784***	65,29	-4,561***
	Analistenrapporten	36,79		41,26		38,80	

Tabel 10.2: Resultaten van de Mann-Whitney U test betreffende de mate waarin ondernemingen niet-financiële informatie rapporteren in jaarverslagen en de mate waarin financiële analisten niet-financiële informatie vermelden in analistenrapporten (vervolg)

RG_CAT: de rapportering van niet-financiële informatie in jaarverslagen en het gebruik van niet-financiële informatie in analistenrapporten voor de informatiecategorie CAT waarbij CAT= TOT: de geaggregeerde score van de mate van niet-financiële informatierapportering; ANA: analyse van bedrijfsinformatie door het management; ANA.A: redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in prestatiemaatstaven; ANA.B: trends die een effect hebben op de onderneming; TOE: toekomstgerichte informatie; MAN: informatie over het management en de aandeelhouders; AGI: achtergrondinformatie over de onderneming; AGI.A: doelstellingen en strategie; AGI.B: producten en diensten; AGI.C: commerciële belanghebbenden van de onderneming; INK: informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming; INK.A: humaan kapitaal; INK.B: interne structuur; INK.C: externe structuur.
*** significant op 1% niveau; ** significant op 5% niveau; * significant op 10% niveau

De resultaten van de Mann-Whitney U test geven ondersteuning voor de beschrijvende bevindingen. Voor de analyseperiode 2002 observeren we in tabel 10.2 dat er op een significantieniveau van 10% meer vrijwillige niet-financiële informatie verstrekt wordt in de jaarverslagen in vergelijking met de analistenrapporten. Met betrekking tot de verschillende informatiecategorieën, vinden we dat de analistenrapporten in de analyseperiode 2002 significant meer gegevens bevatten van de informatierubrieken TOE 'Toekomstgerichte informatie', AGI 'Achtergrondinformatie van de onderneming' en de subrubrieken AGI.B 'Producten en diensten' en AGI.C 'Commerciële belanghebbenden van de onderneming'. Jaarverslagen rapporteren significant meer informatie van de informatiecategorieën ANA.A 'Redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in prestatiemaatstaven', MAN 'Informatie over het management en de aandeelhouders', INK 'Informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming' en alle subcategorieën van INK.

In de analyseperiode 2004 stellen we eveneens vast dat er significant meer niet-financiële informatie gerapporteerd wordt in de jaarverslagen dan in de analistenrapporten. De bevindingen bevestigen dat de analistenrapporten enkel nog meer informatie bevatten van de rubrieken TOE 'Toekomstgerichte informatie' en AGI.C 'Commerciële belanghebbenden van de onderneming'. De Belgische beursgenoteerde ondernemingen hebben specifiek meer informatie verschaft die behoort tot de rubriek AGI.B 'Producten en diensten'. De jaarverslagen rapporteren in de analyseperiode 2004 zelfs significant meer informatie van deze rubriek dan de analistenrapporten. De overige informatiecategorieën worden significant meer besproken in de jaarverslagen dan in de analistenrapporten.

De onderzoeksresultaten voor de analyseperiode 2006 (tabel 10.2) tonen aan dat de Belgische beursgenoteerde ondernemingen eveneens meer moeite gedaan hebben in het rapporteren van toekomstgerichte informatie (TOE) en informatie over de belanghebbenden van de onderneming (AGI.C). We kunnen besluiten dat van beide informatiecategorieën evenveel informatie besproken wordt in de jaarverslagen als in de analistenrapporten. De overige

informatiecategorieën komen meer in bod in de jaarverslagen dan in de analistenrapporten.

Bovenstaande onderzoeksbevindingen geven ondersteuning voor onze verwachtingen. De Belgische ondernemingen hebben immers meer niet-financiële informatie gerapporteerd van de informatiecategorieën die financiële analisten belangrijk vinden, met name de categorieën TOE, AGI, AGI.B en AGI.C. Hierdoor zijn we in staat om de hypothese 10.2 te aanvaarden.

10.4 Conclusie

In dit hoofdstuk wordt een vergelijking gemaakt tussen de vraag naar niet-financiële informatie van financiële analisten en het aanbod van niet-financiële informatie van Belgische beursgenoteerde ondernemingen. De onderzoeksresultaten tonen aan dat de kloof tussen de vraag naar en het aanbod van niet-financiële informatie verkleind is over de bestudeerde periode 2002-2006. Een investeerder vindt in totaliteit meer niet-financiële informatie in een jaarverslag dan in een analistenrapport omdat een onderneming een groter aantal belanghebbenden heeft (naast investeerders, ook klanten, werknemers of overheidsorganisaties), terwijl een financiële analist enkel de investeerder heeft als belanghebbende. In het bijzonder vermelden jaarverslagen meer informatie over het management en de aandeelhouders van een onderneming en informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming. Deze onderzoeksresultaten zijn analoog aan de bevindingen van Flöstrand en Ström (2006), Nielsen (2005) en Rogers en Grant (1997). Toch kan een belegger of een investeerder ook niet-financiële informatie vinden in een analistenrapport die niet gerapporteerd is in een jaarverslag, zoals onder meer informatie over de belanghebbenden van de onderneming of toekomstgerichte informatie. Onze onderzoeksresultaten tonen wel aan dat de Belgische beursgenoteerde ondernemingen inspanningen hebben geleverd om ook voor deze twee informatiecategorieën meer informatie te verstrekken.

De vraag kan echter gesteld worden of financiële analisten de publieke rapportering van alle relevante informatie (al dan niet verplicht) door ondernemingen wel wenselijk achten. Hoewel de kosten van de informatievergaring zouden dalen, is het niet denkbeeldig dat financiële analisten verkiezen dat bepaalde informatie niet algemeen wordt verspreid. Dit zou namelijk kunnen leiden tot een verminderde kwaliteit van de vrijgegeven informatie en/of tot een verlies van hun informatievoordeel ten aanzien van beleggers of investeerders (Bushee et al., 2003). De survey resultaten zoals besproken in hoofdstuk 7 wijzen immers in deze richting. Sommige financiële analisten zijn ontevreden over de kwaliteit van de verplichte informatierapportering, maar zijn geen vragende partij dat ondernemingen verplicht worden om meer informatie te rapporteren. Toekomstig onderzoek kan dienaangaande meer verduidelijking scheppen. Het voedt ook de verwachting dat de markt zichzelf reguleert en actief op zoek gaat bij ondernemingen voor het verkrijgen van informatie zodat er geen bijkomende verplichtingen opgelegd moeten worden.

De onderzoeksresultaten in dit hoofdstuk zijn beperkt tot een analyse van enerzijds jaarverslagen en anderzijds analistenrapporten. Deze twee onderzoeksmethoden worden beschouwd als een benadering voor enerzijds de rapportering van niet-financiële informatie door ondernemingen en anderzijds het gebruik van niet-financiële informatie door financiële analisten. Beide benaderingen dekken evenwel niet de volledige rapportering of het volledige gebruik van niet-financiële informatie zodat additionele analyses op basis van andere onderzoeksmethoden verrijkend kunnen zijn.

Conclusie en aanbevelingen

Deze doctoraatstudie stelt zich tot doel om de relevantie van het rapporteren van niet-financiële informatie te onderzoeken. De onderzoeksresultaten besproken in deel I geven het empirisch bewijs dat ondernemingen in Continentaal Europa kunnen genieten van een lagere kost van het eigen vermogen en het vreemd vermogen naarmate zij meer niet-financiële informatie ter beschikking stellen. In Noord-Amerika blijkt er enkel een negatieve relatie te bestaan met de kost van het eigen vermogen. Eerder onderzoek naar de impact van de niet-financiële informatierapportering op de kapitaalkost van ondernemingen was beperkt tot de studie van Richardson en Welker (2001). Deze auteurs vinden echter dat de mate van maatschappelijke verslaggeving een positieve impact heeft op de kost van het eigen vermogen. Onze resultaten daarentegen zijn een bevestiging van de theoretisch negatieve relatie. We vullen de studie van Richardson en Welker (2001) aan door additionele niet-financiële informatiecategorieën te bestuderen, zoals informatie over corporate governance, informatie over intellectueel kapitaal of klanteninformatie, en door een recentere tijdsperiode te nemen. Deze keuze is belangrijk gezien de gestegen relevantie van niet-financiële informatie in het waarderingsproces van ondernemingen vanaf het einde van de jaren '90. Onze bevindingen tonen eveneens aan dat de belanghebbenden van ondernemingen meer belang hechten aan niet-financiële informatie in een institutionele omgeving waar de financiële staten van een onderneming van een lagere kwaliteit zijn. Onze onderzoeksresultaten zijn dienaangaande een bevestiging van de studies van Bhat et al. (2006) en Meek et al. (1995).

Het aanbod van en de vraag naar niet-financiële informatie op de Belgische informatiemarkt wordt bestudeerd in de delen II tot en met IV. De kleinschaligheid van de Belgische informatiemarkt maakt dat we deze in detail kunnen bestuderen. Deel II bestudeert het aanbod van niet-financiële informatie die Belgische beursgenoteerde bedrijven vrijgeven in hun jaarverslagen. Deze studie beoogt vooreerst inzicht te verschaffen in de mate waarin Belgische bedrijven informatie van diverse niet-financiële informatiecategorieën rapporteren. De gebruikte informatie-index is gebaseerd op de aanbevelingen

van de AICPA (1994) en de FASB (2001) en verschilt van de informatie-index die in deel I toegepast wordt. In bijzonder bevat de informatie-index die in deel II gebruikt wordt toekomstgerichte informatie, analyse van bedrijfsinformatie door het management, informatie over het management en de aandeelhouders, achtergrondinformatie over de onderneming en informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming. In deel II bestuderen we eveneens of de niet-financiële informatierapportering wijzigt in de tijd. Een dergelijke analyse is niet gebeurd in eerder onderzoek. Dienaangaande stellen we vast dat Belgische beursgenoteerde ondernemingen gedurende de periode 2001-2005 meer inspanningen geleverd hebben in het rapporteren van niet-financiële informatie in hun jaarverslagen. Deze trend wordt mogelijks verklaard door de stijgende vraag naar niet-financiële informatie vanwege de diverse belanghebbenden van een onderneming omdat de traditionele financiële informatie die ondernemingen verplicht dienen te rapporteren ontoereikend is om de waarde van een onderneming te kunnen schatten. We vinden eveneens dat grotere ondernemingen, ondernemingen met verhoudingsgewijs meer schulden en meer immateriële activa in het algemeen meer niet-financiële informatie verstrekken. Deze resultaten worden verklaard door de agencytheorie. Ondernemingen rapporteren meer informatie wanneer agencykosten groter zijn. De onderzoeksresultaten variëren evenwel voor de verschillende informatiecategorieën. Zo wordt bijvoorbeeld toekomstgerichte informatie enkel meer door grotere ondernemingen gerapporteerd, terwijl informatie over het management en de aandeelhouders in grotere mate verstrekt wordt door ondernemingen met een hogere schuldgraad.

De onderzoeksbevindingen in deel II tonen tevens aan dat de voorspellingen van de bedrijfsresultaten door financiële analisten meer met elkaar in overeenstemming zijn wanneer een onderneming meer niet-financiële informatie rapporteert. In het bijzonder is de voorspellingsvariantie kleiner wanneer ondernemingen meer toekomstgerichte informatie, meer informatie over het management en de aandeelhouders en meer informatie over het intellectueel kapitaal van de onderneming verschaffen. Deze bevindingen suggereren eveneens dat deze ondernemingen een kleinere kapitaalkost kunnen verkrijgen gezien de voorspellingsvariantie negatief verbonden is met de kapitaalkost. De

voorspellingsnauwkeurigheid van financiële analisten wordt daarentegen niet beïnvloed wanneer er meer informatie vrijgegeven wordt. Toch blijkt uit onze bevindingen eveneens dat de nauwkeurigheid van de bedrijfsresultaten niet verbetert naarmate een onderneming meer niet-financiële informatie rapporteert. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat de zoektocht naar private informatie door financiële analisten afgeremd wordt wanneer een onderneming meer publieke informatie verspreidt.

In deel III van onze studie bestuderen we het gebruik van niet-financiële informatie door sell-side financiële analisten. We maken hierbij gebruik van dezelfde informatie-index die toegepast werd in deel II. De keuze voor sell-side financiële analisten wordt verantwoord doordat deze belanghebbenden beschouwd worden als één van de belangrijkste gebruikers van bedrijfsinformatie omwille van enerzijds hun intermediatiefunctie waarbij ze informatie over de onderneming communiceren aan beleggers en investeerders en anderzijds omwille van hun controlefunctie op ondernemingen. De mate van gebruik van niet-financiële informatie wordt onderzocht middels enerzijds een inhoudsanalyse van de analistenrapporten die opgesteld worden door Belgische sell-side financiële analisten en anderzijds een survey. Een dergelijk onderzoek waarbij twee analysemethoden gebruikt worden om het gedrag van financiële analisten te onderzoeken is niet toegepast in eerder onderzoek. Het voordeel van deze twee methoden is dan ook dan de nadelen van de ene methode weggewerkt worden door toepassing van de andere methode. Hierdoor verhogen de betrouwbaarheid en de validiteit van de onderzoeksresultaten.

Bij de inhoudsanalyse worden de analistenrapporten bestudeerd die ter beschikking gesteld worden aan de deelnemers op de kapitaalmarkt. Deze rapporten bevatten noodzakelijke informatie die analisten geraadpleegd hebben voor het onderbouwen van hun voorspellingen en hun adviezen. Onze onderzoeksbevindingen tonen aan dat financiële analisten daadwerkelijk gebruik maken van niet-financiële informatie, maar dat dit gebruik zich voornamelijk concentreert tot bepaalde rubrieken zoals de toekomstgerichte informatie, algemene achtergrondinformatie over de onderneming en informatie over de interne structuur en de externe structuur van de onderneming. Financiële

analisten vermelden weinig informatie over het humaan kapitaal van de onderneming, informatie over het management en de aandeelhouders en informatie over de trends die een invloed hebben op de onderneming.

De onderzoeksresultaten tonen eveneens aan dat de hoeveelheid aan niet-financiële informatie die vermeld wordt in een analistenrapport niet gewijzigd is over de bestudeerde tijdsperiode 2002-2006 ondanks het feit dat ondernemingen meer niet-financiële informatie rapporteren gedurende deze periode. Dit opmerkelijk resultaat wordt mogelijks verklaard doordat financiële analisten niet alle informatie wensen te herhalen die een onderneming publiek ter beschikking stelt. Indien we de inhoud van de jaarverslagen en de analistenrapporten vergelijken is het op te merken dat een analistenrapport dat opgesteld wordt in het jaar 2002 meer toekomstgerichte informatie en meer achtergrondinformatie over de onderneming bevat dan het overeenkomstige jaarverslag van het boekjaar 2001. In de analyseperiode 2006 wordt vastgesteld dat een jaarverslag in totaliteit opvallend meer niet-financiële informatie vermeldt dan een analistenrapport. Toch stellen we vast dat 30% van de niet-financiële informatie-items in een analistenrapport niet gerapporteerd wordt in de jaarverslagen. De analistenrapporten bevatten additionele toekomstgerichte informatie en informatie over de concurrenten van de onderneming die niet verstrekt worden in de jaarverslagen. Het maakt dat het analistenrapport nog altijd een waardevolle bron is om informatie over een onderneming te bekomen, te meer omdat de financiële analist in zijn rapport telkens een analyse maakt van de toekomstige bedrijfsresultaten van een onderneming.

De academische literatuur merkt op dat de toepassing van een inhoudsanalyse van analistenrapporten om een beeld te verkrijgen van het gebruik van niet-financiële informatie een vertekening met zich meebrengt omdat een analist mogelijks niet alle informatie die hij of zij gebruikt, vermeldt in het analistenrapport. We hebben daarom geopteerd om middels een survey het werkelijke gebruik van niet-financiële informatie in kaart te brengen. De onderzoeksresultaten geven evenwel een duidelijke correlatie aan tussen de resultaten van de survey en de resultaten van de inhoudsanalyse van

analistenrapporten. De informatie-items die analisten volgens de survey meer gebruiken, worden ook in een groter aantal analistenrapporten vermeld.

De onderzoeksresultaten van de survey tonen ook aan dat analisten onderling sterk verschillen in de aandacht die zij besteden aan niet-financiële informatie. Eerder onderzoek heeft evenwel in beperkte mate aandacht geschonken aan de redenen voor het verschillend gebruik van informatie door financiële analisten. Zeker wat de niet-financiële informatie betreft, is er weinig kennis voor handen. Op basis van onze survey-resultaten komen we tot de bevinding dat het verschillend gebruik van niet-financiële informatie vooral verklaard wordt door specifieke kenmerken van de gevolgde ondernemingen. Onze onderzoeksresultaten suggereren dat financiële analisten meer niet-financiële informatie raadplegen wanneer de onzekerheid en de risico's van een onderneming toenemen. Hierdoor vermindert de relevantie van de financiële staten van een onderneming waardoor financiële analisten dus meer niet-financiële informatie gebruiken zodat zij in staat zijn om de financiële cijfers beter te interpreteren. Bovendien spannen financiële analisten zich meer in omdat de beleggers en investeerders eerder advies inwinnen bij financiële analisten naarmate een onderneming omgeven is met meer onzekerheid. De onderzoeksresultaten tonen eveneens aan dat de analisten die minder ervaring hebben een groter belang hechten aan niet-financiële informatie. Deze laatste bevinding is interessant en geeft een bevestiging dat de meer ervaren financiële analisten in Continentaal Europa minder moeite moeten doen om te overleven. Dit in tegenstelling tot de Angelsaksische landen waarbij de meer ervaren analisten blijvend inspanningen dienen te leveren om de functie verder uit te kunnen oefenen.

In het laatste hoofdstuk van deel III bestuderen we of de financiële analist nauwkeuriger is in het voorspellen van de toekomstige bedrijfsresultaten naarmate hij meer gebruik maakt van niet-financiële informatie. McEwen en Hunton (1997) is de enige studie die een gelijkaardige studie uitgevoerd heeft, maar zij concentreren zich op financiële informatie. Met betrekking tot de niet-financiële informatie stellen we vast dat de financiële analisten die meer gebruik maken van toekomstgerichte informatie en informatie over de interne structuur

van een onderneming (onder meer over innovatie en onderzoek en ontwikkeling) nauwkeurigere bedrijfsresultaten voorspellen.

Bovenstaande conclusies tonen aan dat het voor Belgische beursgenoteerde ondernemingen relevant is om vrijwillig meer niet-financiële informatie te verstrekken omdat onder meer de kapitaalkost en de voorspellingsvariantie bij financiële analisten verminderen. Een kanttekening die we bij ons onderzoek moeten maken is dat we de kosten van het rapporteren van niet-financiële informatie niet in beschouwing hebben genomen. De ondernemingen maken immers een kosten-batenanalyse wanneer zij een beslissing nemen over welke niet-financiële informatie zij verstrekken. Voor Belgische ondernemingen zullen vooral de concurrentiële kosten een negatieve invloed hebben op de kwantiteit en de kwaliteit van de niet-financiële informatie die verschaft wordt. Onze resultaten tonen aan dat ondernemingen voordelen genereren bij het verschaffen van vrijwillige niet-financiële informatie, maar het netto-effect is moeilijk in te schatten wegens een gebrek aan inzicht in de kosten die een invloed hebben op de ondernemingen. Toekomstig onderzoek kan trachten om ook de kosten van het rapporteren van niet-financiële informatie voor Belgische beursgenoteerde ondernemingen meer in kaart te brengen.

We dienen tevens rekenschap te geven van een aantal andere beperkingen in onze studie. Zo is een zekere mate van subjectiviteit in de onderzoeksresultaten niet uit te sluiten. Zo heeft de keuze voor een bepaalde informatie-index een invloed op de onderzoeksresultaten. We trachten de betrouwbaarheid van de onderzoeksresultaten wel zo best mogelijk te benaderen door toepassing te maken van informatie-indices die reeds in andere studies gebruikt worden. Een andere beperking is dat we voor de verschillende onderzoeken telkens toepassing gemaakt hebben van één informatiebron. Zo wordt de invloed van de niet-financiële informatierapportering op de kapitaalkost van een onderneming bestudeerd enkel op basis van gegevens afkomstig van de website van de onderneming. De impact van de niet-financiële informatieverschaffing op de voorspellingsvariantie en de voorspellingsnauwkeurigheid wordt enkel onderzocht op basis van gegevens van het jaarverslag. Hierbij maken we telkens de veronderstelling dat de geselecteerde informatiebron een goede benadering

is voor de algemene rapporteringspolitiek van ondernemingen. Toekomstig onderzoek kan ook andere informatiebronnen bestuderen om een vollediger beeld te krijgen van de mate waarin ondernemingen informatie rapporteren en de impact die deze rapportering heeft op de kapitaalkost of op de kwaliteit van de analistenvoorspellingen.

Een andere beperking betreft de kleinschaligheid van de Belgische kapitaalmarkt, waardoor de onderzoeksbevindingen moeilijk veralgemeenbaar zijn naar andere landen. Toch duiden een aantal onderzoeksresultaten erop dat de bevindingen in België een weerspiegeling zijn van de werking van de kapitaalmarkt in Continentaal Europa. Zo besluiten we dat de minder ervaren financiële analisten meer moeite doen in het verzamelen en interpreteren van niet-financiële informatie. Deze bevinding is een bevestiging voor de resultaten van Bolliger (2004) en Clement et al. (2003).

We hebben ons onderzoek ook enkel toegespitst op Belgische sell-side financiële analisten die Belgische ondernemingen volgen. De vraag stelt zich of buitenlandse financiële analisten een andere methode hanteren voor het verzamelen van de informatie over Belgische ondernemingen. Het is tevens interessant om na te gaan of zij evenveel aandacht schenken aan de niet-financiële informatie die ondernemingen rapporteren. De moeilijkheid van een dergelijke analyse is echter dat er te weinig Belgische ondernemingen zijn die door buitenlandse financiële analisten gevolgd worden.

De vraag stelt zich ook of ondernemingen verplicht moeten worden tot het vrijgeven van meer niet-financiële informatie. Onze onderzoeksbevindingen tonen immers aan dat investeerders en financiële analisten gebruik maken van niet-financiële informatie. Intuïtief zouden we kunnen stellen dat een toename in de informatieverplichtingen, resulteert in een stijging van de transparantie van de kapitaalmarkten. Hierdoor verhoogt de efficiënte werking van de kapitaalmarkt waardoor de schaarse beschikbare middelen op de kapitaalmarkt optimaal verdeeld worden en de economische groei bevorderd wordt (Bailey et al., 2003).

De academische literatuur stelt evenwel een aantal anomalieën vast bij een toename in de informatieverplichtingen. Furman en Stiglitz (1998) vinden dat de volatiliteit in de aandeelkoersen toeneemt naarmate er teveel informatie publiek ter beschikking is. Tong (2007) stelt in zijn theoretisch model vast dat het verplichten van ondernemingen om meer informatie te verschaffen enkel zinvol is wanneer de inspanningen van analisten en investeerders om privaat informatie te verzamelen niet verminderen. Indien er sprake is van een substitutie-effect tussen de private en de publieke informatiestroom is er geen verbetering van de transparantie van de kapitaalmarkt. Anderzijds stellen Admati en Pfleiderer (1988) dat een selectieve informatieverstrekking door de onderneming resulteert in een informatiekloof tussen diegenen die wel en diegenen die niet op de hoogte zijn van deze informatie, waardoor de verhandelbaarheid van de aandelen vermindert en de volatiliteit van de beurskoersen vermeerdert.

Het is duidelijk dat er geen overeenstemming is in de academische literatuur of meer regulatie resulteert in een toename van de transparantie. De Amerikaanse beurswaakhond *Securities and Exchange Commission* (SEC) heeft evenwel paal en perk gesteld aan de selectieve informatierapportering van Amerikaanse ondernemingen aan investeerders en financiële analisten. De bepalingen opgenomen in de *Regulation Fair Disclosure* verbieden Amerikaanse beursgenoteerde ondernemingen om materiële informatie te verstrekken aan een selecte groep van investeerders of financiële analisten. De doelstelling die de SEC hiermee tracht te bereiken is het verhogen van de transparantie op de kapitaalmarkt en het verhogen van het vertrouwen bij investeerders. Critici van deze maatregel stellen dat ondernemingen voorzichtig zullen zijn in het vrijgeven van vrijwillige informatie om gerechtelijke stappen vanwege de SEC te vermijden. De ondernemingen zullen minder waarderelevante informatie verstrekken, waardoor de marktefficiëntie verslechtert. De empirische studies die de effecten van de SEC-maatregel bestudeerd hebben, komen tot de vaststelling dat de voorspellingen van analisten minder met elkaar in overeenstemming zijn hetgeen erop wijst dat de informatie die ondernemingen verstrekken van mindere kwaliteit is (Kwag en Small, 2007; Bailey et al., 2003;

Irani en Karamanou, 2003). Heflin et al. (2003) vinden daarentegen geen betekenisvol verband.

De SEC-maatregel heeft vooral een negatieve impact voor kleinere ondernemingen. Ahmed en Schneible (2007) stellen vast dat de kwaliteit van de informatierapportering door kleinere ondernemingen verkleint en Gomes et al. (2007) vinden dat kleinere ondernemingen een hogere kapitaalkost hebben na de invoering van de maatregel. Volgens deze auteurs zijn het vooral de kleinere ondernemingen die selectief informatie verstrekken aan investeerders en financiële analisten. Bovendien is het aantal analisten dat een kleine onderneming volgt, verminderd na de introductie van de SEC-maatregel. Ook Bushee en Leuz (2005) besluiten dat een toename in de informatieverplichtingen voor beursgenoteerde ondernemingen nefast is voor kleinere ondernemingen. De auteurs stellen vast dat kleinere ondernemingen sneller een delisting aanvragen van een beursmarkt die bijkomende informatieverplichtingen oplegt.

Op basis van bovenstaande studies is het duidelijk dat een toename van de informatieverplichtingen een eerder negatieve impact heeft op de kleine ondernemingen omdat zij niet in staat zijn om de additionele kosten te dragen. Bovendien bestaat de mogelijkheid dat een kleiner aantal financiële analisten een kleine onderneming zullen volgen. Hierdoor zal de toename in de verplichte informatieverstrekking tenietgedaan worden door een vermindering van de private productie van informatie. Het is dan ook van belang dat toekomstig wetenschappelijk onderzoek meer aandacht besteedt aan de effecten van meer regulering.

Op basis van onze enquêteresultaten stellen we wel vast dat slechts enkele Belgische financiële analisten wensen dat de overheid of de CBFA ondernemingen verplichten om ook niet-financiële informatie over bijvoorbeeld de vooruitzichten of de doelstellingen van de onderneming te rapporteren. De Belgische financiële analisten zijn dus geen vragende partij voor meer regulering met betrekking tot niet-financiële informatie. Enerzijds zijn een behoorlijk aantal financiële analisten tevreden over de kwaliteit van de vrijwillige en de verplichte informatierapportering. Anderzijds vrezen sommige analisten dat zij het

competitief voordeel dat zij hebben ten aanzien van investeerders zullen verliezen indien een onderneming teveel informatie rapporteert.

Referentielijst

A

Abarbanell, J. & B. Bushee (1998), 'Abnormal returns to a fundamental analysis strategy', *Accounting Review*, 73 (1): 19-46

Abarbanell, J. & R. Lehavy (2003a), 'Can stock recommendations predict earnings management and analysts' earnings forecast errors?', *Journal of Accounting Research,* 41 (1): 1-31

Abarbanell, J. & R. Lehavy (2003b), 'Biased forecasts or biased earnings? The role of reported earnings in explaining apparent bias and over/underreaction in analysts' earnings forecasts', *Journal of Accounting and Economics*, 36 (1-3): 105-146

Abarbanell, J., W. Lanen & R. Verrecchia (1995), 'Analysts' forecasts as proxies for investors' beliefs in empirical research', *Journal of Accounting and Economics*, 20 (1): 31-60

Abdolmohammadi, M. (2005), 'Intellectual capital disclosure and market capitalization', *Journal of Intellectual Capital*, 6 (3): 397-416

Abeysekera**,** I. & J. Guthrie (2004) 'Human capital reporting in a developing nation', *British Accounting Review*, 36 (3): 251-268

Aboody D. & B. Lev (2000), 'Information asymmetry, R&D, and insider gains', *Journal of Finance*, 55 (6): 2747-2766

Aboody, D. & B. Lev (1998), 'The value relevance of intangibles: the case of software capitalization', *Journal of Accounting Research,* 36 (3): 161-191

Abu-Nassar, M. & B. Rutherford (1996), 'External users of financial reports in less developed countries: the case of Jordan', *British Accounting Review*, 28 (1): 73-87

Ackert, L. & G. Athanassakos (2003), 'A simultaneous equations analysis of analysts' forecast bias, analyst following and institutional ownership', *Journal of Business, Finance and Accounting*, 30 (7-8): 1017-1041

Ackert, L., B. Church & M. Shehata (1996), 'What affects individuals' decisions to acquire forecasted information?', *Contemporary Accounting Research*, 13 (2): 379-399

Adams, C., A. Coutts & G. Harte (1995), 'Corporate equal opportunities (non)-disclosure', *British Accounting Review*, 27 (2): 87-108

Adams, C., W. Hill & C. Roberts (1998), 'Corporate social reporting practices in Western Europe: legitimating corporate behaviour?', *British Accounting Review*, 30 (1): 1-21

Adelegan, O. (2003), 'Capital market efficiency and the effects of dividend announcements on share prices in Nigeria', *African Development Bank*, 15 (2-3): 218-236

Admati, A. & P. Pfeiderer (1988), 'A theory of intraday patterns: volume and price variability', *Review of Financial Studies*, 1 (1): 3-40

Admati, A. & P. Pfleiderer (2005), *The" Wall Street Walk" as a form of shareholder activism*, Working paper Stanford Graduate School of Business, 51p.

Aerts, W., D. Cormier & M. Magnan (2006), 'Intra-industry imitation in corporate environmental reporting: an international perspective', *Journal of Accounting and Public Policy*, 25 (3): 299-331

Aerts, W. D. Cormier & M. Magnan (2007a, in druk), 'Corporate environmental disclosure, financial markets and the media: an international perspective', *Ecological Economics*

Aerts, W., D. Cormier & M. Magnan (2007b, in druk), 'The association between web-based corporate performance disclosure and financial analyst behavior under different governance regimes', *Corporate Governance: An International Review*

Ahmed, A. & R. Schneible (2007), 'The impact of regulation fair disclosure on investors' prior information quality – evidence from an analysis of changes in trading volume and stock price reactions to earnings announcements', *Journal of Corporate Finance*, 13 (2-3): 282-299

Ahmed, K. & J.K. Courtis (1999), 'Associations between corporate characteristics and disclosure levels in annual reports: a meta-analysis', *British Accounting Review*, 21 (1): 35-61

Aitken, M., C. Hooper & J. Pickering (1997), 'Determinants of voluntary disclosure of segment information: A re-examination of the role of diversification strategy', *Accounting and Finance*, 37 (1): 89-109

Akerlof, G. (1970), 'The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism', *Quarterly Journal of Economics*, 90 (3): 629-650

Alfort, A. & P. Berger (1999), 'A simultaneous equations analysis of forecast accuracy, analyst following, and trading volume', *Journal of Accounting, Auditing and Finance,* 14 (3): 219-240

Ali, A. & L.-S. Hwang (2000) 'Country-specific factors related to financial reporting and the value relevance of accounting data', *Journal of Accounting Research*, 38 (1): 1-21

Alonso, P., F. Iturriaga, J. Sanz & E. González (2005), 'Determinants of bank debt in a continental financial system: evidence from Spanish companies', *Financial Review*, 40 (3): 305-333

Alsaeed, K. (2005), 'The association between firm-specific characteristics and disclosure: the case of Saudi Arabia', *Journal of American Academy of Business*, 7 (1): 310-321

American Institute for Certified Public Accountants (AICPA) (1994), *Improving business reporting: a customer focus: Meeting the information needs of investors and creditors*, Report of the Special Committee on Financial Reporting, AICPA, New York

Amihud, Y. & H. Mendelson (1986), 'Asset pricing and the bid-ask spread', *Journal of Financial Economics*, 17 (2): 223-250

Amir, E. & B. Lev (1996), 'Value-relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry', *Journal of Accounting and Economics*, 22 (1): 3-30

Amir, E. & G. Livne (2005), 'Accounting, valuation and duration of football player contracts', *Journal of Business Finance and Accounting*, 32 (3-4): 549-586

Amir, E., B. Lev & T. Sougiannis (1999), 'What value analysts', *Working paper The Recanati Graduate School of Management, Tel Aviv University*, 42p.

Amir, E., B. Lev & T. Sougiannis (2003), 'Do financial analysts get intangibles', *European Accounting Review*, 12 (4): 635-659

Anthoney, J. & K. Ramesh (1992), 'Association between accounting performance measurements and stock prices', *Journal of Accounting and Economics*, 15 (2-3): 203-228

Arnold, J. & P. Moizer (1984), 'A survey of the methods used by UK investment analysts to appraise investments in ordinary shares', *Accounting and Business Research*, 14 (55): 195-208

Arnold, J., P. Moizer & E. Noreen (1984), 'Investment appraisal methods of financial analysts: a comparative study of U.S. and U.K. practices', *International Journal of Accounting*, 19 (2): 1-18

Arvidsson, S. (2003), *Demand and supply of information on intangibles: the case of knowledge-intense companies*, PhD Dissertation Lund University, 238p.

Ashbaugh, H. & M. Pincus (2001), 'Domestic accounting standards, international accounting standards, and the predictability of earnings', *Journal of Accounting Research*, 39 (3): 417-434

Ashbaugh, H. & P. Olsson (2002), 'An exploratory study of the valuation properties of cross-listed firms' IAS and U.S. GAAP earnings and book values', *Accounting Review*, 77 (1): 107-126

Ashbaugh, H., K. Johnstone & T. Warfield (1999), 'Corporate reporting on the internet', *Accounting Horizons,* 13 (3): 241-257

Asquith, P., M. Mikhail & A. Au (2005), 'Information content of equity analyst reports', *Journal of Financial Economics*, 75 (2): 245-282

B

Baginski, S., J. Hassel & M. Kimbrough (2002), 'The effect of legal environment on voluntary disclosure: evidence from management earnings forecasts issued in U.S. and Canadian markets', *Accounting Review*, 77 (1): 25-50

Baginski, S., J. Hassell & G. Waymire (1994), 'Some evidence on the news content of preliminary earnings estimates', *Accounting Review*, 69 (1): 265-271

Bailey, W., H. Li, C. Mao & R. Zhong (2003) 'Regulation fair disclosure and earnings information: market, analyst, and corporate responses', *Journal of Finance*, 58 (6): 2487-2514

Baiman, S. & R. Verrecchia (1996), 'The relation among capital markets, financial disclosure, production efficiency and insider trading', *Journal of Accounting Research*, 34 (1): 1-22

Baker, H., J. Nofsinger & D. Weaver (2002), 'International cross-listing and visibility', *Journal of Finance & Quantitative* Analysis, 37 (3): 495-521

Baldwin, B. (1984), 'Segment earnings disclosure and the ability of security analysts to forecast earnings per share', *Accounting Review*, 59 (3): 376-389

Ball, R., S. Kothari & A. Robin (2000), 'The effects of international institutional factors on properties of accounting', *Journal of Accounting & Economics*, 29 (1): 1-51

Bantel, K. & S. Jackson (1989), 'Top management and innovations in banking: does the composition of the top team make a difference', *Strategic Management Journal*, 10 (special issue): 107-124

Barako, D., P. Hancock & H.Y. Izan (2006), 'Relationship between corporate governance attributes and voluntary disclosures in annual reports: The Kenyan experience', *Financial Reporting, Regulation and Governance*, 5 (1): 1-25

Barber, B., R. Lehavy, M. NcNichols & B. Trueman (2001), 'Can investors profit from the prophets? Security analyst recommendations and stock returns', *Journal of Finance*, 65 (2): 531-563

Barclay, M. & C. Smith (1988), 'Corporate payout policy: cash dividends versus open-market repurchases', *Journal of Financial Economics*, 22 (1): 61-82

Barker, R. (1998), 'The market for information-evidence from finance directors, analysts and fund managers', *Accounting and Business*, 29 (1): 3-20

Barker, R. (1999a), 'Survey and market-based evidence of industry-dependence in analysts' preferences between the dividend yield and price-earnings ratio valuation models', *Journal of Business Finance & Accounting*, 26 (3-4): 393-418

Barker, R. (1999b), 'The role of dividends in valuation models used by analysts and fund managers', *European Accounting Review*, 8 (2): 195-218

Barron, O. & P. Stuerke (1998), 'Dispersion in analysts' earnings forecasts as a measure of uncertainty', *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 13 (3): 245-274

Barron, O., C. Kile & T. O'Keefe (1999), 'MD&A quality as measured by the SEC and analysts' earnings forecasts', *Contemporary Accounting Research*, 16 (1): 75-109

Barron, O., D. Byard, C. Kile & E. Riedl (2002), 'High-technology intangibles and analysts' forecasts', *Journal of Accounting Research*, 40 (2): 289-312

Barron, O., O. Kim, S. Lim & D. Stevens (1998), 'Using analyst' forecasts to measure properties of analysts' information environment', *Accounting Review*, 73 (4): 421-433

Barry, C. & R. Jennings (1992), 'Information and diversity of analyst opinion', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27 (2): 169-183

Barry, C. & S. Brown (1985), 'Differential information and security market equilibrium', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20 (4): 407-422

Barth, M. & A. Hutton (2000), 'Information intermediaries and the pricing of accruals', working paper, Standford University

Barth, M. & G. Clinch (1998), 'Revalued financial, tangible, and intangible assets: associations with share prices and non-market based value estimates', *Journal of Accounting Research*, 36 (3): 199-233

Barth, M. & Kasznik, R. (1999), 'Share repurchases and intangible assets', *Journal of Accounting and Economics*, 28 (2): 211-241

Barth, M., R. Kasznik & M. McNichols (2001), 'Analyst coverage and intangible assets', *Journal of Accounting Research*, 39 (1): 1-34

Basu, S., L.S. Hwang & C-L Jan (1998), 'International variation in accounting measurement rules and analysts' earnings forecast errors', *Journal of Business and Finance and Accounting*, 25 (9-10): 1207-1247

Beattie, V., B. McInnes & S. Fearnley (2002), 'Narrative reporting by listed UK companies: a comparative within-sector topic analysis', *Research paper University of Stirling,* 58p

Beattie, V., B. McInnes & S. Fearnley (2004), 'A methodology for analyzing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality', *Accounting Forum*, 28 (3): 205-236

Beaver, W. (1989), *Financial Reporting: An Accounting Revolution*, Prentice Hall, New Jersey, 205p.

Beaver, W. (2002), 'Perspectives on recent capital market research', *Accounting Review*, 77 (2): 453-474

Beckers, S., M. Steliaros & A. Thomson (2004), 'Bias in European Analysts' earnings forecasts', *Financial Analysts Journal*, 60 (2): 74-85

Belkaoui, A. (1978), 'Financial ratios as predictors of Canadian takeovers', *Journal of Business Finance and Accounting*, 5 (1): 93-108

Belkaoui, A., A. Kahl & J. Peyrard (1977), 'Information needs of financial analysts: an international comparison', *International Journal of Accounting*, 13 (1): 19-27

Bell, J. (1984), 'The effect of presentation form on the use of information in annual reports', *Management Science*, 30 (2): 169-185

Benston, G. (1986), 'The benefits and the costs to managers of voluntary accounting disclosures', *Contemporary Accounting Research*, 3 (1): 35-44

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

Beretta, S. & S. Bozzolan (2005), 'Forward looking disclosure and financial analysts' forecasts: an international study', *Paper gepresenteerd op het 28ste EAA congress, Göteborg*

Bergamini, I. & S. Zambon (2002), 'A scoring methodology for ranking company disclosure on intangibles', *Working paper EU prism research project WP 4 Accounting, Auditing and Financial Analysis in the New Economy*, 52p.

Bergamini, I. & S. Zambon (2003), 'Scoring company disclosure on intangibles: an application of the Ferrara methodology in a European perspective', *Working paper within the EU PRISM Research Project,* 26p

Berthelot, S., D. Cormier & M. Magnan (2003), 'Environmental disclosure research: review and synthesis', *Journal of Accounting Literature*, 22 (1): 1-44

Bhat, G., O.-K. Hope & T. Kang (2006), 'Does corporate governance transparency affect the accuracy of analyst forecasts?', *Accounting and Finance*, 46 (5): 715-732

Bhattacharya, U. & M. Spiegel (1991), 'Insiders, outsiders, and market breakdowns', *Review of Financial Studies*, 4 (2): 255-282

Bhushan, R. (1989), 'Firm characteristics and analyst following', *Journal of Accounting and Economics*, 11 (2-3): 255-274

Biggs, S. (1984), 'Financial analysts' information search in the assessment of corporate earnings power', *Accounting, Organizations and Society*, 9 (3-4): 313-334

Blij, I. (2001), 'Het gebruik van jaarrekeningen door analisten', *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 75 (10): 421-430

Block, S. (1999), 'A study of financial analysts: practice and theory', *Financial Analyst Journal*, 55 (4): 86-95

Bloomfield, R. & T. Wilks (2000), 'Disclosure effects in the laboratory: liquidity, depth, and the cost of capital', *Accounting Review*, 75 (1): 13-41

Bolliger, G. (2004), 'The characteristics of individual analysts' forecasts', *Journal of Banking and Finance*, 28 (9): 2283-2309

Bos, A. de (2002), 'Rapportage over Intellectual Capital in het jaarverslag', *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie,* 76 (5): 203-213

Botosan, C. & M. Plumlee (2002), 'A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital', *Journal of Accounting Research*, 40 (1): 21-40

Botosan, C. & M. Plumlee (2005), 'Assessing alternative proxies for the expected risk premium', *Accounting Review*, 80 (1): 21-53

Botosan, C. (1997), 'Disclosure level and the cost of equity capital', *Accounting Review*, 72 (3): 323-350

Botosan, C. (2006), 'Disclosure and the cost of capital: what do we know?', *Accounting and Business Research*, 36 (special issue): 31-40

Bouwman, M., P. Frishkoff & P. Frishkoff (1987), 'How do financial analysts make decisions? A process model of the investment screening decision', *Accounting, Organizations and Society,* 12 (1): 1-29

Bowen, R., A. Davis & D. Matsumuto (2002), 'Do conference calls affect analysts' forecasts', *Accounting Review*, 77 (2): 285-316

Bowen, R., L. DuCharme & D. Shores (1995), 'Stakeholders' implicit claims and accounting method choice', *Journal of Accounting and Economics*, 20 (3): 255-295

Bozzolan, S., F. Favotto & F. Ricceri (2003), 'Italian annual intellectual capital disclosure: an empirical analysis', *Journal of Intellectual Capital*, 4 (4): 543-558

Brabazon, T. (2000), 'Behavioural finance: A new sunrise or a false dawn', *Research paper University of Limerick*, 8p.

Bradbury, M. (1992), 'Voluntary semiannual earnings disclosures, earnings volatility, unexpected earnings and firm size', *Journal of Accounting Research*, 30 (1): 137-145

Bradshaw, M. (2004), 'How do analysts use their earnings forecasts in generating stock recommendations', *Accounting Review*, 79 (1): 25-50

Brammer, S. & S. Pavelin (2004), 'Voluntary social disclosures by large UK companies', *Business Ethics: A European Review*, 13 (2-3): 86-99

Brennan, N. (2001), 'Reporting intellectual capital in annual reports: evidence from Ireland', *Journal of Intellectual Capital*, 14 (4): 423-436

Breton, G. & R. Taffler (2001), 'Accounting information and analyst stock recommendation decisions: a content analysis approach', *Accounting and Business Research*, 31 (2): 91-102

Brown L. (1997), 'Analyst forecasting errors: additional evidence', *Financial Analysts Journal*, 53 (6): 81-88

Brown, L. & J. Han (1992), 'The impact of annual earnings announcements on convergence of beliefs', *Accounting Review*, 67 (4): 862-875

Brown, L. (2001a), 'A temporal analysis of earnings surprises: profits versus losses', *Journal of Accounting Research*, 39 (2): 221-241

Brown, L. (2001b), 'How important is past analyst forecast accuracy', *Financial Analysts Journal*, 57 (6): 44-49

Brown, N. & C. Deegan (1998) 'The public disclosure of environmental performance information – a dual test of media agency agenda setting theory and legitimacy theory', *Accounting and Business Reseach*, 29 (1): 21-41

Brown, S., S. Hillegeist & K. Lo (2004). 'Conference calls and information asymmetry', *Journal of Accounting and Economics*, 37 (3): 343-366

Bukh, P. (2003), 'Commentary: The relevance of intellectual capital disclosure: a paradox?', *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 16 (1): 31-38

Bukh, P., P. Gormsen, C. Nielsen & J. Mouritsen (2005), 'Disclosure of information on intellectual capital in Danish IPO prospectuses', *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 18 (6): 713-732

Bushee, B. & C. Leuz (2005), 'Economic consequences of SEC disclosure regulation: evidence from the OTC Bulletin Board', *Journal of Accounting and Economics*, 39 (2): 233-264

Bushee, B. & C. Noe (2000), 'Corporate disclosures practices, institutional investors and stock return volatility', *Journal of Accounting Research*, 40 (1): 21-40

Bushee, B., D. Matsumoto & G. Miller (2003), 'Open versus closed conference calls: the determinants and effects of broadening access to disclosure', *Journal of Accounting and Economics*, 34 (1-3): 149-180

Bushman, R. & A. Smith (2001), 'Financial accounting information and corporate governance', *Journal of Accounting and Economics*, 32 (1-3): 237-333

Bushman, R., J. Piotroski & A. Smith (2004), 'What determines corporate transparency', *Journal of Accounting Research*, 42 (2): 207-252

Butler, K. & H. Saraoglu (1999), 'Improving analysts' negative earnings forecasts', *Financial Analysts Journal*, 55 (3): 48-56

Butler, K. & L. Lang (1991), 'The forecast accuracy of individual analysts: Evidence of systematic optimism and pessimism', *Journal of Accounting Research*, 29 (1): 150-156

Buzby, S. (1975), 'Company size, listed versus unlisted stocks, and the extent of financial disclosure', *Journal of Accounting Research*, 13 (1): 16-37

Byard, D. & K. Shaw (2003), 'Corporate disclosure quality and properties of analysts' information environment', *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 18 (3): 355-378

Byard, D. Y. Li & J. Weintrop (2006), 'Corporate governance and the quality of financial analysts' information', *Journal of Accounting and Public Policy*, 25 (5): 609-625

C

Cahan, S., A. Rahman & H. Perera (2005), 'Global diversification and corporate disclosure', *Journal of International Accounting Research*, 4 (1): 73-93

Camfferman, K. & T. Cooke (2002), 'An analysis of disclosure in the annual reports of UK and Dutch companies', *Journal of International Accounting Research*, 1 (1): 3-30

Campbell, D., P. Shrives & H. Bohmbach-Saager (2001), 'Voluntary disclosure of mission statements in corporate annual reports: signaling what and to whom?', *Business and Society Review*, 106 (1): 65-87

Capstaff, J., K. Paudyal & W. Rees (2001), 'A comparative analysis of earnings forecasts in Europe', *Journal of Business Finance & Accounting*, 28 (5-6): 531-562

Capstaff, J., W. Rees & K. Paudyal (1998), 'Analysts' forecast of German firms' earnings: a comparative analysis', *Journal of International Financial Management & Accounting*, 9 (2): 83-116

Catasús, B**.** & J.-E. Gröjer (2003), 'Intangibles and credit decisions: results from an experiment', *European Accounting Review*, 12 (2): 327-355

Chaney, P., C. Hogan & D. Jeter (1999), 'The effect of reporting restructuring charges on analysts' forecast revisions and errors', *Journal of Accounting and Economics*, 27 (3): 261-284

Chang, L., K. Most & C. Brain (1983), 'The utility of annual reports: an international study', *Journal of International Business Studies*, 14 (1): 63-84

Chen, C. & B. Jaggi (2000), 'Association between independent non-executive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong', *Journal of Accounting and Public Policy*, 19 (4-5): 285-310

Chen, C., K. Chan & T. Steiner (2002), 'Are all security analysts equal?', *Journal of Financial Research*, 25 (3): 415-430

Chen, S. & D. Matsumoto (2006), 'Favorable versus unfavorable recommendations: the impact on analyst access to management-provided information', *Journal of Accounting Research*, 44 (4): 657-689

Cheng, C.S., D. Collins & H. Huang (2006a), 'Shareholder rights, financial disclosure and the cost of equity capital', *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 27 (2): 175-204

Cheng, Q. (2005), 'What determines residual income?', *Accounting Review*, 80 (1): 85-112

Cheng, Y., M. Liu & J. Qian (2006b), 'Buy-side analysts, sell-side analysts, and investment decisions of money managers', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41 (1): 51-83

Cho, J. & C. Harter (1995), 'The relation between predisclosure information and the dispersion of financial analysts' forecasts of earnings', *Journal of Business Finance & Accounting*, 22 (6): 855-865

Chow, C. & A. Wong-Boren (1987), 'Voluntary financial disclosure by Mexican corporations', *Accounting Review*, 62 (3): 533-541

Clarkson, P. en J. Simunic (1994), 'The association between audit quality, retained ownership, and firm specific risk in United States vs. Canadian IPO markets, *Journal of Accounting and Economics*, 17(1): 207-228

Clarkson, P., J. Guedes & R. Thompson (1996), 'On the diversification, observability, and measurement of estimation risk', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31 (1): 69-84

Clarkson, P., J. Kao & G. Richardson (1994), 'The voluntary inclusion of forecasts in the MD&A section of annual reports', *Contemporary Accounting Research*, 11 (1): 1-30

Clarkson, P., J. Kao & G. Richardson (1999), 'Evidence that management discussion and analysis (MD&A) is a part of a firm's overall disclosure package', *Contemporary Accounting Research*, 16 (1): 111-134

Clathworthy, M. & M. Jones (1999), 'Annual reporting: room for improvement', *Management Accounting: Magazine for Chartered Management Accountants*, 77 (4): 43-44

Clement, M. & S. Tse (2003), 'Do investors respond to analysts' forecast revisions as if forecast accuracy is all that matters', *Accounting Review*, 78 (1): 227-249

Clement, M. & T. Lopez (2000), 'Evidence on the effect of multiple corporate restructurings on analysts' earnings forecasts: Do analysts learn from prior restructuring events?', *Working paper University of Texas*, 34p.

Clement, M. (1999), 'Analyst forecast accuracy: Do ability, resources, and portfolio complexity matter', *Journal of Accounting and Economics*, 27 (3): 285-303

Clement, M., L. Rees & E. Swanson (2003), 'The influence of culture and corporate governance on the characteristics that distinguish superior analysts', *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 18 (4): 593-618

Collett, P. & S. Hrasky (2005), 'Voluntary disclosure of corporate governance practices by listed Australian companies', *Corporate Governance: An International Review*, 13 (2): 188-196

Collins, D, S. Kothari & J. Rayburn (1987), 'Firm size and the information content of prices with respect to earnings', *Journal of Accounting and Economics*, 9 (2): 111-138

Collins, D. & S. Kothari (1989), 'An analysis of the intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients', *Journal of Accounting and Economics*, 11 (2-3): 143-181

Cooke, T. & R. Wallace (1990) 'Financial disclosure regulation and its environment: a review and further analysis', *Journal of Accounting and Public Policy*, 9 (2):79-110

Cooke, T. (1989), 'Disclosure in the corporate annual reports of Swedish companies', *Accounting and Business Research*, 19 (74): 113-124

Cooper, R., T. Day & C. Lewis (2001), 'Following the leader: a study of individual analysts' earnings forecasts', *Journal of Financial Economics*, 61 (3): 383-416

Copeland, T. & D. Galai (1983), 'Information effects on the bid-ask spread', *Journal of Finance*, 38 (5): 1457-1469

Cormier, D. & M. Magnan (2003), 'Environmental reporting management: a continental European approach', *Journal of Accounting and Public Policy,* 22 (1): 43:62

Cormier, D., M. Magnan & B. Van Velthoven (2005), 'Environmental disclosure quality in large German companies', *European Accounting Review*, 14 (1): 3-39

Covrig, V. & B. Low (2005), 'The relevance of analysts' earnings forecasts in Japan', *Journal of Business Finance and Accounting*, 32 (7-8): 1437-1463

Cox, C. (1985), 'Further evidence on the representativeness of management earnings forecasts', *Accounting Review*, 60 (4): 692-701

Craswell, A. & S. Taylor (1992), 'Discretionary disclosure of reserves by oil and gas companies: an economic analysis', *Journal of Business Finance and Accounting*, 19 (2): 295-308

Cronan, T., D. Epley & L. Perry (1986), 'The use of rank transformation and multiple regression analysis in estimating residential property values with a small sample', *Journal of Real Estate Research*, 1 (1): 19-31

D

Damanpour, F. & Schneider, M. (2006), 'Phases of the adoption of innovation in organizations: effects of environment, organization and top managers', *British Journal of Management*, 17 (3): 215-235

Darrough, M. & N. Stoughton (1990), 'Financial disclosure policy in an entry game, *Journal of Accounting and Economics*, 12 (1-3): 219-243

Daske, H., G. Gebhardt & S. Klein (2006), 'Estimating the expected cost of equity capital using analysts' consensus forecasts', *Schmalenbach Business Review*, 58 (1): 2-36

Day, J. (1986), 'The use of annual reports by UK investments analysts', *Accounting and Business Research*, 16 (64): 295-307

De Bondt, W. & R. Thaler (1990), 'Do security analysts overreact?', *American Economic Review*, 80 (2): 52-57

De Bondt, W. & W. Forbes (1999), 'Herding in analyst earnings forecasts: evidence from the United Kingdom', *European Financial Management*, 5 (2): 143-163

De Lembre, E., L. Cappelle & A. De Kimpe (2002), *Jaarrekeningzakboekje*, ced.samsom, Mechelen, 319-328

De Villiers, C. & C. van Staden (2006), 'Can less environmental disclosure have a legitimising effect? Evidence from Africa', *Accounting, Organizations and Society*, 31 (8): 763-781
DeAngelo, H., L. DeAngelo & D. Skinner (1992), 'Dividends and losses', *Journal of Finance*, 47 (5): 1837-1863
DeAngelo, L. (1988), 'Managerial competition, information costs, and corporate governance: the use of accounting performance measures in proxy contests', *Journal of Accounting and Economics*, 10 (1): 3-37
Dechow, P., R. Sloan & A. Sweeney (1996), 'Causes and consequences of earnings manipulation: an analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC', *Contemporary Accounting Research*, 13 (1): 1-36
Deegan, C. & M. Rankin (1997), 'Do Australian companies report environmental news objectively? An analysis of environmental disclosures by firms prosecuted successfully by the Environmental Protection Authority', *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 10 (4): 562-583
Defond, M. & M. Hung (2007), 'Investor protection and analysts' cash flow forecasts around the world', *Review of Accounting* Studies, 12 (2-3): 377-419
Dempsey, S., J. Gatti, D. Grinnell & W. Cats-Baril (1997), 'The use of strategic performance variables as leading indicators in financial analysts' forecasts', *Journal of Financial Statement Analysis*, 2 (4): 61-79
Depoers, F. (2000), 'A cost-benefit study of voluntary disclosure: some empirical evidence from French listed companies', *European Accounting Review*, 9 (2): 245-263
Dhaliwal, D., K. Lee & N. Fargher (1991), 'The association between unexpected earnings and abnormal security returns in the presence of financial leverage', *Contemporary Accounting Research*, 8 (1): 20-41
Diamond (1985) 'Optimal release of information by firms', *Journal of Finance*, 40 (4): 1071-1094
Diamond, D. & R. Verrecchia (1991), 'Disclosure, liquidity, and the cost of capital', *Journal of Finance*, 66 (4): 1325-1355
Dickins, D. & J. Higgings (2005), 'Interpretation and use of auditor fee disclosures', *Financial Analysts Journal*, 61 (3): 96-102
Dong, M. & J. Antonakis (2007), 'Correctly estimating models in international accounting contexts: combining company and country-level effects', *Working paper gepresenteerd op het 30ste EAA-congres, Lissabon*
Dowen, R. (1996), 'Analyst reaction to negative earnings for large well-known firms', *Journal of Portfolio Management*, 23 (1): 49-55
Dragota, V. & E. Mitrica (2004), 'Emergent capital markets' efficiency: the case of Romania', *European Journal of Operational Research*, 155 (2): 353-360
Dreman, D. & M. Berry (1995), 'Analyst forecasting errors and their implications for security analysis', *Financial Analysts Journal*, 51 (3): 30-41
Duchau, K. & A. Gaeremynck (1997), 'De bijdrage van de sociale balans: een empirisch onderzoek', *Accountancy & Bedrijfskunde*, 17 (3): 7-21
Dumontier, P. & B. Raffournier (2002), 'Accounting and capital markets: a survey of the European evidence', *European Accounting Review*, 11 (1): 119-151
Duru, A. & D. Reeb (2002), 'International diversification and analysts' forecast accuracy and bias', *Accounting Review*, 44 (2): 415-433

E

Easterbrook, F. & D. Fischel (1984), 'Mandatory disclosure and the protection of investors', *Virginia Law Review*, 70 (4): 669-715

Easton, P. (2004), 'PE ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital', *Accounting Review*, 79 (1): 73-95

Eccles, R. & D. Crane (1988), *Doing deals: investment banks at work*, Harvard Business School Press Books, 288p.

Eccles, R. & S. Mavrinac (1995), 'Improving the corporate disclosure process', *Sloan Management Review*, 36 (4): 11-25

Eccles, R., R. Herz, E. Keegan & D. Phillips (2001), '*The ValueReporting revolution: moving beyond the earnings game*, 1st ed., John Wiley & Sons, New York, 350p.

Elliot, R. & P. Jacobson (1994), 'Costs and benefits of business information disclosure', *Accounting Horizons*, 8 (4): 80-96

Elliot, W., F. Hodge & K. Jackson (2006); The association between nonprofessional investors' information choices and their portfolio returns: the importance of investing experience, *Working paper University of Illinois*, 38p.

Eng, L. & Y. Mak (2003), 'Corporate governance and voluntary disclosure', *Journal of Accounting and Public Policy*, 22 (4): 325-345

Engelen, P.-J. (1999), *Informatieverstrekking door beursgenoteerde vennootschappen: efficiënte financiële markten en beursregulering in België*, Intersentia Rechtswetenschappen, Antwerpen, 331p.

Entwistle, G. (1999), 'Exploring the R&D environment', *Accounting Horizons*, 13 (4): 323-341

Ettredge, M., R. Toolson, S. Hall & C. Na (1996), 'Behavior of earnings, stock returns, accruals, and analysts' forecasts following negative annual earnings', *Review of Financial Economics*, 5, (2): 147-162

Ettredge, M., V. Richardson & S. Scholz (2002), 'Dissemination of information for investors at corporate web sites', *Journal of Accounting and Public Policy*, 21 (4-5): 357-369

Evans, T. (2006), 'Efficiency tests of the UK financial futures markets and the impact of electronic trading systems', *Applied Financial Economics*, 16 (17): 1273-1283

F

Fama, E. & K. French (1992), 'The cross-section of expected stock returns', *Journal of Finance,* 47 (2): 427-465

Fama, E. (1970), 'Efficient capital markets: a review of theory and empirical work', *Journal of Finance*, 25 (2): 383-417

Fama, E. (1991), 'Efficient capital markets II', *Journal of Finance*, 46 (5): 1575-1617

Fama, E. (1998), 'Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance', *Journal of Financial Economics*, 49 (3): 283-306

FASB (2001), 'Improving Business Reporting : Insights into Enhancing Voluntary Disclosures', *Steering Committee Report, Business Reporting Research Project*, 90p.

Ferguson, M., K. Lam & G. Lee (2002), 'Voluntary disclosure by state-owned enterprises listed on the stock exchange of Hong Kong', *Journal of International Financial Management and Accounting*, 13 (2): 125-152

Firth, M. & M. Gift (1999), 'An international comparison of analysts' earnings forecasts accuracy', *International Advances in Economic Research*, 5 (1): 56-64

Fishman, M. & K. Hagerty (1989), 'Disclosure decisions by firms and the competion for price efficiency', *Journal of Finance*, 44 (3): 633-646

Flöstrand, P. & N. Ström (2006), 'The valuation relevance of non-financial information', *Management Research News*, 29 (9): 580-597

Flöstrand, P. (2006), 'The sell side – observations on intellectual capital indicators', *Journal of Intellectual Capital*, 7 (4): 457-473

Fogarty, T. & R. Rogers (2005), 'Financial analysts' reports: an extended institutional theory evaluation', *Accounting, Organizations and Society*, 30 (4): 331-356

Fort, P. (1997), 'Analysts' forecast accuracy and the presentation of a mandated accounting change', *Journal of Applied Business Research*, 13 (4): 93-105

Foster, G. (1986), '*Financial Statement Analysis*', 2de edition, Englewood Cliffs NJ: Prentice Hall, 625p.

Francis J. & K. Schipper (1999), 'Have financial statements lost their relevance', *Journal of Accounting Research*, 37 (2): 319-352

Francis, J., D. Philbrick & K. Schipper (1994), 'Shareholder litigation and corporate disclosures', *Journal of Accounting Research*, 32 (2): 137-164

Francis, J., I. Khurana & R. Pereira (2005), 'Disclosure incentives and effects on cost of capital', *Accounting Review*, 80 (4): 1125-1162

Francis, J., K. Schipper & L. Vincent (2002), 'Earnings announcements and competing information', *Journal of Accounting and* Economics, 33 (3): 313-342

Frankel, R. & X. Li (2004), 'Characteristics of a firm's information environment and the information asymmetry between insiders and outsiders', *Journal of Accounting and Economics*, 37 (2): 229-259

Frankfurter, G. & E. McGoun (2000), 'Market efficiency or behavioral finance: the nature of the debate', *Journal of Psychology and Future* Markets, 1 (3-4): 200-210

Frederickson, J & J. Miller (2004), 'The effects of pro forma earnings disclosure on analysts' and nonprofessional investors' equity valuation judgments', *Accounting Review*, 79 (3): 667-686

Furman & Stiglitz (1998), 'Economic crises: evidence and insights from East Asia', *Brookings Papers on Economic Activity* (2): 1-35

G

Gabrielsen, G., J. Gramlich & T. Plenborg (2002), 'Managerial ownership, information content of earnings, and discretionary accruals in a non-US setting', *Journal of Business Finance and Accounting*, 29 (7-8): 967-988

Gao, S., S. Heravi & J. Xiao (2005), 'Determinants of corporate social and environmental reporting in Hong Kong: a research note', *Accounting Forum*, 29 (2): 233-242

Garcia-Ayuso, M. (2003), 'Factors explaining the inefficient valuation of intangibles', *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 16 (1): 57-69

García-meca, E. & I. Martinez (2007), 'The use of intellectual capital information in investment decisions – an empirical study using analyst reports', *International Journal of Accounting*, 42 (1): 57-81

García-Meca, E. (2005), 'Bridging the gap between disclosure and use of intellectual capital information', *Journal of Intellectual Capital*, 6 (3): 427-440

García-meca, E., I. M. Conessa & M. Jorge (2004), 'Do financial analysts use intellectual capital information in their decision making process', *Working paper presented at the 27th EAA-congress*, 33p.

García-Meca, E., I. Parra, M. Larran & I. Martinez (2005), 'The explanatory factors of intellectual capital disclosure to financial analysts', *European Accounting Review*, 14 (1): 63-94

Gebhardt, W., C. Lee & B. Swaminathan (2001), 'Toward an implied cost of capital', *Journal of Accounting Research*, 39 (1): 135-176

Ghosh, D. & S. M. Whitecotton (1997), 'Some determinants of analysts' forecast accuracy', *Behavioral Research in Accounting*, 9 (supplement): 50-68

Gibbins, M., A. Richardson & J. Waterhouse (1990), 'The management of financial disclosure: opportunism, ritualism, policies and processes', *Journal of Accounting Research*, 28 (1), 121-143

Gietzman, M. & J. Ireland (2005), 'Cost of capital, strategic disclosures and accounting choice', *Journal of Business Finance and Accounting*, 32 (3-4): 599-634

Gilson, S., P. Healy, C. Noe & K. Palepu (2001), 'Analyst specialization and conglomerate stock break-ups', *Journal of Accounting Research*, 39 (3): 565-582

Glaum, M. & N. Friedrich (2006), 'After the "bubble": Valuation of telecommunications companies by financial analysts', *Journal of International Financial Management and Accounting*, 17 (2): 160-174

Gleason, C. & C. Lee (2003), 'Analysts forecast revisions and market price discovery', *Accounting Review*, 78 (1): 193-225

Glosten, L. & P. Milgrom (1985), 'Bid, ask, and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders', *Journal of Financial Economics*, 14 (1): 71-100

Gode, D. & P. Mohanram (2003), 'Inferring the cost of capital using the Ohlson-Juettner model', *Review of Accounting Studies*, 8 (4): 399-431

Gomes, A., G. Gorton & L. Madureira (2007), 'SEC regulation fair disclosure, information, and the cost of capital', *Journal of Corporate Finance*, 13 (2-3): 300-334

Gordon, J. & M, Gorden (1997), 'The finite horizon expected return model', *Financial Analysts Journal*, 53 (3): 52-61

Govindarajan, V. (1980), 'The objectives of financial statements: an empirical study of the use of cash flow and earnings by security analysts', *Accounting, Organizations and Society*, 5 (4): 383-392

Graham, C., M. Cannice & T. Sayre (2002b), 'The value relevance of financial and non-financial information for internet companies', *Thunderbird International Business Review*, 44 (1): 47-70

Graham, C., M. Vannice & T. Sayre (2002a), 'Analysing financial analysts – What they look for in financial reports and how they determine earnings' quality', *Journal of Management Research*, 2 (2): 63-72

Graham, J., C. Harvey & S. Rajgopal (2005), 'The economic implications of corporate financial reporting', *Journal of Accounting and Economics*, 40 (1-3): 3-73

Gray, S., G. Meek, & C. Roberts (1995), 'International capital market pressures and voluntary annual report disclosures by US and UK multinationals', *Journal of International Financial Management and Accounting*, 6 (1): 43-68

Gray, S., L. Radebaugh & C. Robert (1990), 'International perceptions of cost constraints on voluntary information disclosures: a comparative study of U.K. and U.S. multinationals', *Journal of International Business Studies*, 21 (4): 597-622

Groenewold, N. (1997), 'Share market efficiency: tests using daily data for Australia and New Zealand', *Applied Financial Economics*, 7 (6): 645-657

Grossman, S. & J. Stiglitz (1980), 'On the impossibility of informationally efficient markets', *American Economic Review*, 70 (3): 393-408

Grüning, M. & K. Stöckmann (2004), 'Corporate disclosure policy of German DAX-30 companies', *Working paper presented at the 27th EAA-annual congress*, 17p.

Gu, A. (2004), 'Increasing market efficiency: evidence from the NASDAQ', *American Business Review*, 22 (2): 20-25

Gu, F. & W. Wang (2005), 'Intangible assets, information complexity, and analysts' earnings forecasts', *Journal of Business Finance and Accounting*, 32 (9-10): 1673-1702

Gu, F. (2005), 'Innovation, future earnings, and market efficiency', *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 20 (4): 385-418

Gu, F., & B. Lev (2004), 'The information content of royalty income', *Accounting Horizons*, 18 (1): 1-12

Gu, Z. & J. Wu (2003), 'Earnings skewness and analyst forecast bias', *Journal of Accounting and Economics*, 35 (1): 5-29

Gujarati, D. (1995), *Basic econometrics*, McGraw Hill, 3rd edition

Gul, F. & S. Leung (2004), 'Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures', *Journal of Accounting and Public Policy*, 23 (5):351-379

Guo, R.-J., B. Lev & N. Zhou (2004), 'Competitive costs of disclosure by Biotech IPO's', *Journal Accounting Research*, 42 (2): 319-355

Guthrie, J. & L. Parker (1989), 'Corporate social reporting: a rebuttal of legitimacy theory', *Accounting and Business Research*, 19 (76): 343-352

Guthrie, J. & L. Parker (1990), 'Corporate social disclosure practice: a comparative international analysis', *Advances in Public Interest Accounting*, 3, 159-175

Guthrie, J. & R. Petty (2000), 'Intellectual capital: Australian annual reporting practices', *Journal of Intellectual Capital*, 1 (3): 241-251

Guthrie, J., C. Grimm & K. Smith (1991), 'Environmental change and management staffing: an empirical study', *Journal of Management*, 17 (4): 735-748

Guthrie, J., R. Petty, K. Yongvanich & F. Ricceri (2004), 'Using content analysis as a research method to inquire into intellectual capital reporting', *Journal of Intellectual Capital*, 5 (2): 282-293

Hail, L. & C. Leuz (2006), 'International differences in the cost of equity capital: do legal institutions and securities regulation matter', *Journal of Accounting Research*, 44 (3): 485-531

Hail, L. (2002), 'The impact of voluntary corporate disclosures on the ex ante cost of capital for Swiss firms', *European Accounting Review*, 11 (4): 741-772

Hambrick, D. & P. Mason (1984), 'Upper echelons: the organization as a reflection of its top managers', *Academy of Management Review*, 9 (2): 193-206

Han, B. & D. Manry (2000), 'The implications of dispersion in analysts' earnings forecasts for the future ROE and future returns', *Journal of Business Finance and Accounting*, 27 (1-2): 99-125

Haniffa, R. & T. Cooke (2002), 'Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations', *Abacus*, 38 (3): 317-349

Hayes, R. (1998), 'The impact of trading commission incentives on analysts' stock coverage decisions and earnings forecasts', *Journal of Accounting Research*, 36 (2): 299-320

Hayn, C. (1995), 'The information content of earnings', *Journal of Accounting and Economics*, 20 (2): 125-153

Healy, P. & K. Palepu (1993), 'The effect of firms' financial disclosure strategies on stock prices', *Accounting Horizons*, 7 (1): 1-11

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

Healy, P., A. Hutton & K. Palepu (1999), 'Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure', *Contemporary Accounting Research*, 16 (3): 485-520

Heflin, F., K. Subramanyam & K. Zhang (2003), 'Regulation FD and the financial environment', *Accounting Review*, 78 (1): 1-37

Hettmansperger, T. & J. McKean (1978), 'Statistical inference based on ranks', *Psychometrika*, 43 (1): 69-79

Higgins, H. (2002), 'Analysts' forecasts of Japanese firms' earnings: additional evidence', *International Journal of Accounting*, 37 (4): 371-394

Hirschey, M., V. Richardson & S. Scholz (2001), 'Value relevance of nonfinancial information: the case of patent data', *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 17 (3): 223-235

Hirst, E., L. Koonce & P. Simko (1995), 'Investor reactions to financial analysts' research reports', *Journal of Accounting Research*, 33 (2): 335-351

Ho, L. & J. Tsay (2004), 'Analysts' forecasts of Taiwanese firms' earnings: some empirical evidence', *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 7 (4): 571-597

Ho, L., J. Hassell & S. Swidler (1995), 'An empirical examination of the dispersion and accuracy of analyst forecasts surrounding option listing', *Review of Financial Economics*, 4 (2): 171-185

Ho, M. & R. Harris (2000), 'Brokerage analysts' rationale for investment recommendations: market responses to different types of information', *Journal of Financial Research*, 23 (4): 449-468

Ho, S. & K. Wong (2001a), 'A study of corporate disclosure practice and effectiveness in Hong Kong', *Journal of International Financial Management and Accounting*, 12 (1): 75-102

Ho, S. & K. Wong (2001b), 'A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosures', *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 10 (2): 139-156
Ho, S. & K. Wong (2004), 'Investment analysts' usage and perceived usefulness of corporate annual reports', *Corporate Ownership & Control*, 1 (3): 61-71
Hodge, F. & M. Pronk (2006), 'The impact of expertise and investment familiarity on investors' use of online financial report information', *Journal of Accounting, Auditing &* Finance, 21 (3): 267-292
Hodgekinson, L. (2001), 'Analysts' forecasts and the broker relationship', *Journal of Business Finance & Accounting*, 28 (7-8): 943-961
Holland, J. & U. Johanson (2003), 'Value-relevant information on corporate intangibles – creation, use and barriers in capital markets – "between a rock and hard place"', *Journal of Intellectual Capital*, 4 (4): 465-486
Holland, J. (1998), 'Private disclosure and financial reporting', *Accounting and Business Research*, 28 (4): 255-269
Holland, J. (2001), 'Financial institutions, intangibles and corporate governance', *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 14 (4): 497-529
Holland, J. (2003), 'Intellectual capital and the capital market – organisation and competence', *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 16 (1): 39-47
Holmström, B. (1999), 'Managerial incentives problems: a dynamic perspective', *Review of Economic Studies*, 66 (226): 169-182
Holthausen, R. & R. Verrecchia (1990), 'The effect of informedness and consensus on price and volume behavior', *Accounting Review*, 65 (1): 191-208
Holthausen, R. & R. Watts (2001), 'The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting', *Journal of Accounting and Economics*, 31 (1): 3-75
Hong, H. & J. Kubik (2003), 'Analyzing the analysts: career concerns and biased earnings forecasts', *Journal of Finance*, 58 (1): 313-351
Hoogendoorn, M. & G. Mertens (2001), 'Kwaliteit van de financiële verslaggeving in Nederland', *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 75 (10): 406-420
Hook, J. (1998), '*Security analysis on Wall Street – A comprehensive guide to today's valuation methods*', 1st ed., John Wiley & Sons, New York
Hope O.-K., W. Thomas & G. Winterbotham (2006), 'The impact of nondisclosure of geographic segment earnings on earnings predictability', *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 21 (3): 323-346
Hope, O.-K. (2003a), 'Disclosure practices, enforcement of accounting standards, and analysts' forecast accuracy: an international study', *Journal of Accounting Research,* 41 (2): 235-272
Hope, O.-K. (2003b), 'Accounting policy disclosures and analysts' forecasts', *Contemporary Accounting Research*, 20 (2): 295-322
Hope, O.-K. (2003c) 'Firm-level disclosures and the relative roles of culture and legal origin', *Journal of International Financial Management and Accounting*, 14 (3): 218-248
Hossain, M., K. Ahmed & J. Godfrey (2005), 'Investment opportunity set and voluntary disclosure of prospective information: a simultaneous equations approach', *Journal of Business Finance and Accounting*, 32 (5-6): 871-907
Hossain, M., M. Perera & R. Bahman (1995), 'Voluntary disclosure in the annual reports of New Zealand companies', *Journal of International Financial Management and Accounting*, 6 (1): 69-87

Huber, G., K. Sutcliffe, C. Miller & W. Glick (1993), 'Understanding and predicting organizational change' in Huber, G. en W. Glick (eds), *Organizational Change and Redesign*: 215-265, New York, Oxford University Press

Huber, P. (1997), 'Stock market returns in thin markets: evidence from the Vienna Stock exchange', *Applied Financial Economics*, 7 (5): 493-498

Hung, M. (2000), 'Accounting standards and value relevance of financial statements: an international analysis', *Journal of Accounting and Economics*, 30 (3): 401-420

Hunton, J.E. & R.A. McEwen (1997), 'An assessment of the relation between analysts' earnings forecast accuracy, motivational incentives and cognitive information search strategy', *Accounting Review*, 72 (4): 497-515

Hurtt, D., J. Kreuze & S. Langsam (2001), 'Using the internet for financial reporting', *Journal of Corporate Accounting and Finance*, 12 (3): 67-76

Hwang, L., C. Jan & S. Basu (1996), 'Loss firms and analysts' earnings forecast errors', *Journal of Financial Statement Analysis*, 1 (1): 18-30

I

Imhoff, E. & G. Lobo (1992), 'The effect of ex ante earnings uncertainty on earnings response coefficients', *Accounting Review*, 67 (2): 427-439

Inchausti, B. (1997), 'The influence of company characteristics and accounting regulation on information disclosed by Spanish firms', *European Accounting Review*, 6 (1): 45-68

Inoue, T. & T. Wayne (1996), 'The choice of accounting policies in Japan', *Journal of International Financial Management and Accounting*, 7 (1): 1-23

International Accounting Standards Board (2004), *International Financial Reporting Standards*, IASB, London, 2250p.

Irani, A. & I. Karamanou (2003), 'Regulation fair disclosure, analysts following and analyst forecast dispersion', *Accounting Horizons*, 17 (1): 15-29

Islam, A. & M. Khaled (2005), 'Test of weak form efficiency of the Dhaka Stock exchange', *Journal of Business Finance and Accounting*, 32 (7-8): 1613-1624

Ittner, C. & D. Larcker (1998), 'Are nonfinancial measures leading indicators of financial performance? An analysis of customer satisfaction', *Journal of Accounting Research*, 36 (3): 1-35

J

Jacob, J., T. Lys & M. Neal (1999), 'Expertise in forecasting performance of security analysts', *Journal of Accounting and Economics*, 28 (1): 27-50

Jaggi, B. & R. Jain (1998), 'An evaluation of financial analysts' earnings forecasts for Hong Kong firms', *Journal of International Financial Management and Accounting*, 9 (3): 177-200

Jarrett, J. & E. Kyper (2006), 'Capital market efficiency and the predictability of daily returns', *Applied Economics*, 38 (9): 537-543

Jenkins, D. (2003), 'The transitory nature of negative earnings and the implications for earnings prediction and stock valuation', *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 21 (4): 379-404

Jensen, M. & W. Meckling (1976), 'Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure', *Journal of Financial Economics*, 3 (4): 305-360

Johanson, U. (2003), 'Why are capital markets actors ambivalent to information about certain indicators on intellectual capital', *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 16 (1): 31-38

Joos, P. (2000), 'Discussion of the economic consequences of increased disclosure', *Journal of Accounting Research*, 38 (3): 125-136

Jorge, M. & W. Rees (1998), 'Agency issues and financial analysis in Spain', *Working paper*, 32p.

Juntilla, J., J-P. Kallunki, A. Kärja & M. Martikainen (2005), 'Stock market response to analysts' perceptions and earnings in a technology-intensive environment', *International Review of Financial Analysis*, 14 (1): 77-92

K

Kallapur, S. & S. Kwan (2004), 'The value relevance and reliability of brand assets recognized by U.K. firms', *Accounting Review*, 79 (1): 151-172

Kanto, A. & H. Schadewitz (2000), 'Market use of disclosure components in interim reports', *Omega*, 28 (4): 417-431

Karamanou, I. & N. Vafeas (2005), 'The association between corporate boards, audit committees, and management earnings forecasts: an empirical analysis', *Journal of Accounting Research*, 43 (3): 453-486

Karemera, D., K. Ojah & J. Cole (1999), 'Random walks and market efficiency tests: evidence from emerging equity markets', *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 13 (2): 171-188

Kasznik, R. & B. Lev (1995), 'To warn or not to warn: management disclosures in the face of an earnings surprise', *Accounting Review*, 70 (1): 113-134

Kavussanos, M. & E. Dockery (2001), 'A multivariate test on stock market efficiency: the case of ASE', *Applied Financial Economics*, 11 (5): 573-579

Ke, B. & Y. Yu (2006), 'The effect of issuing biased earnings forecasts on analysts' access to management and survival', *Journal of Accounting Research*, 44 (5): 965:999

Khurana, I. & K. Raman (2004), 'Litigation risk and the financial reporting credibility of Big 4 versus non-Big 4 audits: evidence from Anglo-American countries', *Accounting Review*, 79 (2): 473-495

Kim, O. & R. Verrecchia (2001), 'The relation among disclosure, returns, and trading volume information', *Accounting Review*, 76 (4): 633-654

Kimberley, J. & M. Evanisko (1981), 'Organizational innovation: the influence of individual, organizational, and contextual factors on hospital adoption of technological and administrative innovations', *Academy of Management Journal*, 24 (4): 689-713

Kimbrough, M. (2005), 'The effect of conference calls on analyst and market underreaction to earnings announcements', *Accounting Review*, 80 (1): 189-219

Kinney, W. & L. McDaniel (1989), 'Characteristics of firms correcting previously reported quarterly earnings', *Journal of Accounting and Economics*, 11 (1): 71-93

Kolk, A. (2002), 'Nieuwe ontwikkelingen in duurzaamheidsverslaggeving', *Accounting*, 106 (10): 2-7

Krippendorf, K. (1980), *Content analysis: an introduction to its methodology*, Beverly Hills, California
Krishnamurti, C., A. Sevic & Z. Sevic (2005), 'Voluntary disclosure, transparency, and market quality: evidence from emerging market ADRs', *Journal of Multinational Financial Management*, 15 (4-5): 435-454
Kristensen, K. & A. Westlund (2004), 'Accountable business performance measurement for sustainable business excellence'; *Total Quality Management*, 15 (5-6): 629-643
Kross, W., B. Ro & D. Schroeder (1990), 'Earnings expectations: the analysts' information advantage', *Accounting Review*, 65 (2): 461-476
Kwag, S.-W. & K. Small (2007), 'The impact of regulation fair disclosure on earnings management and analyst forecast bias', *Journal of Economics and Finance*, 31 (1): 87-98
Kwon, S. (2002), 'Financial analysts' forecast accuracy and dispersion: high-tech versus low-tech stocks', *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 19 (1): 65-91

L

La Porta, R., F. Lopez-de-Salines, A. Shleifer & R. Vishny (1998), 'Law and finance', *Journal of Political Economy.* 106 (6): 1113-1155
La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Schleifer & R. Vishny (1997), 'Legal determinants of external finance', *Journal of Finance*, 52 (3): 1131-1150
La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Schleifer & R. Vishny (2000), 'Investor protection and corporate governance', *Journal of Financial Economics*, 58 (1-2): 3-27
Lang, M. & R. Lundholm (1993), 'Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosure', *Journal of Accounting Research*, 31 (2): 246-271
Lang, M. & R. Lundholm (1996), 'Corporate disclosure policy and analyst behavior', *Accounting Review*, 71 (4): 467-492
Lang, M. & R. Lundholm (2000), 'Voluntary disclosure and equity offerings: reducing information asymmetry or hyping the stock?', *Contemporary Accounting Research*, 17 (4): 623-662
Lang, M., K. Lins & D. Miller (2003), 'ADR's, analysts and the accuracy: Does cross listing in the United States improve a firm's information environment and increase market value?', *Journal of Accounting Research*, 41 (2): 317-345
Laopodis, N. (2004), 'Financial market liberalization and stock market efficiency: evidence from the Athens stock exchange', *Global Finance Journal*, 15 (2): 103-123
Laveren, E., P.-J. Engelen, A. Limère & S. Vandemaele (2004), *Handboek financieel beheer*, 2de druk, Intersentia
Lee, B. & B. Choi (2000), 'Discretionary accruals, the dispersion of earnings forecasts, and the accuracy over forecasting horizon', *American Business Review*, 18 (2): 34-42
Lee, S., P. Wong & C. Chong (2005), 'Human and social capital explanation for R&D outcomes', *IEEE Transactions on Engineering Management*, 52 (1): 59-68
Leftwich, R. (1983), 'Accounting information in private markets: evidence from private lending agreements', *Accounting Review*, 58 (1): 23-43

Lennox, C. & C. Park (2006), 'The informativeness of earnings and management's issuance of earnings forecasts', *Journal of Accounting and Economics,* 42 (3): 439-458

Leung, S. & B. Srinidhi (2006), 'The effect of the private securities litigation reform act on analyst forecast properties: the impact of firm size and growth opportunities', *Journal of Business Finance and Accounting*, 35 (5-6): 767-792

Leuz C. & R. Verrecchia (2000), 'The economic consequences of increased disclosure', *Journal of Accounting Research*, 38 (3): 1-124

Leuz, C. (2003b), 'Discussion of ADR's, analysts, and accuracy: Does cross-listing in the United States improve a firm's information environment and increase market value', *Journal of Accounting Research*, 41 (2): 347-362

Leuz, C. (2003a), 'IAS versus U.S. GAAP: Information asymmetry-based evidence from Germany's new market', *Journal of Accounting Research*, 41 (3): 445-472

Leuz, C., D. Nanda & P. Wysocki (2003), 'Earnings management and investor protection: An international comparison' *Journal of Financial Economics*, 69 (3): 505-527

Lev, B. & P. Zarowin (1999), 'The boundaries of financial reporting and how to extend them', *Journal of Accounting Research*, 37 (2): 353-385

Lev, B. & S. Thiagarajan (1993), 'Fundamental information analysis', *Journal of Accounting Research*, 31 (2): 190-215

Lev, B. & S. Zambon (2003), 'Intangibles and intellectual capital: an introduction to a special issue', *European Accounting Review*, 12 (4): 597-603

Lev, B. & T. Sougiannis (1996), 'The capitalization, amortization, and value-relevance of R&D', *Journal of Accounting and Economics*, 21 (1): 107-138

Lev, B. (1988), 'Toward a theory of equitable and efficient accounting policy', *Accounting Review*, 63 (1): 1-22

Leventis, S. & P. Weetman, (2004), 'Impression management: dual language reporting and voluntary disclosure', *Accounting Forum*, 28 (3): 307-328

Levin, J. (2001), 'Information and the market for lemons', *RAND Journal of Economics*, 32 (4): 657-666

Levine, C. & M. Smith (2003), 'Ex post voluntary disclosure strategies for insiders', *Contemporary Accounting Research*, 20 (4): 719-746

Levitt, A., (1999), 'Quality information: The lifeblood of our markets. The economic club of New York, N.Y., October 18, 1999, http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1999/spch304.htm

Levy, M., G. Benita & H. Levi (2006), 'Financial disclosure and regulation', *The Journal of Portfolio Management*, 32 (2): 107-115

Li, X. & J. Xu (2002), 'A note on New Zealand stock market efficiency', *Applied Economic Letters*, 9 (13):879-883

Li, X. (2005), 'The persistence of relative performance in stock recommendations of sell-side financial analysts', *Journal of Accounting and Economics*, 40 (1-3): 129-152

Liang, C.-J. & M.-L. Yao (2005), 'The value relevance of financial and nonfinancial information – evidence from Taiwan's information electronics industry', *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 24 (2): 135-157

Lim, C. G. Yeo & C. Liu (2003), 'Information asymmetry and accounting disclosures for joint ventures', *International Journal of Accounting*, 38 (1): 23-39

Lim, T. (2001), 'Rationality and analysts' forecast bias', *Journal of Finance*, 56 (1): 369-385
Lipe, R. (1990), 'The relation between stock returns and accounting earnings given alternative information', *Accounting Review*, 65 (1): 49-71
Lobo, G. & S. Tung (2000), 'Financial analysts' earnings forecast dispersion and intraday stock price variability around quarterly earnings announcements', *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 15 (2): 137-151
Lundholm, R. & R. Van Winkle (2006), 'Motives for disclosure and non-disclosure: a framework and review of the evidence', *Accounting and Business Research*, 36 (special issue): 43-48
Lymer, A. (1999), 'The internet and the future of corporate reporting in Europe', *European Accounting Review*, 8 (2): 289-301
Lys, T. & L. Soo (1995), 'Analyst' forecast precision as a response to competition', *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 10 (4): 751-765

M

Mak, Y. (1996), 'Forecast disclosure by IPO in a low litigation environment', *Journal of Accounting and Public Policy*, 15 (2): 111-136
Makhija, A. & J. Patton (2004), 'The impact of firm ownership structure on voluntary disclosure: Empirical evidence from Czech annual reports', *Journal of Business*, 77 (3): 457-491
Malone, D., C. Fries & T. Jones (1993), 'An empirical investigation of the extent of corporate financial disclosure in the oil and gas industry', *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 8 (3): 249-275
Mande, V., M. Wohar & R. Ortman (2003), 'An investigation of asymmetric earnings forecasts of Japanese financial analysts', *Multinational Business Review*, 11 (1): 13-43
Marshall, A. & P. Weetman (2002), 'Information asymmetry in disclosure of foreign exchange risk management: can regulation be effective', *Journal of Economics and Business*, 54 (1): 31-53
Marston, C. & A. Polei (2004), 'Corporate reporting on the internet by German companies', *International Journal of Accounting Information Systems,* 5 (3): 285-311
Marston, C. & P. Shrives (1991), 'The use of disclosure indices in accounting research: a review article', *British Accounting Review'*, 23 (3): 195-210
Marston, C. (1996). *Investor relations: Meeting the analysts.* Edinburgh: The Institute of Chartered Accountants of Scotland
Martikainen, M. (1997), 'Accounting losses and earnings response coefficients: the impact of leverage and growth opportunities', *Journal of Business Finance and Accounting*, 24 (2): 277-291
Matolcsy, Z. & A. Wyatt (2006), 'Capitalized intangibles and financial analysts', *Accounting and Finance*, 46 (3): 457-479
McEwen, R. & J. Hunton (1999), 'Is analyst forecast accuracy associated with accounting information use', *Accounting Horizons*, 13 (1): 1-16
McKinnon, J. & L. Dalimunthe (1993), 'Voluntary disclosure of segment information by Australian diversified companies', *Accounting and Finance*, 33 (1): 33-50

McKinnon, S. (1984), 'A cost-benefit study of disclosure requirements for multinational corporations', *Journal of Business Finance and Accounting*, 11 (4): 451-468

McNally, G., L. Eng & C. Hasseldine (1982), 'Corporate financial reporting in New Zealand: an analysis of user preferences, corporate characteristics and disclosure practices for discretionary information', *Accounting and Business Researc*h, 13 (49): 11-20

McNichols, M. & P. O'Brien (1997), 'Self-selection and analyst coverage', *Journal of Accounting Research*, 35 (3): 167-199

Meek, G., C. Roberts & S. Gray (1995), 'Factors influencing voluntary annual report disclosures by US, UK, and continental European multinational corporations', *Journal of International Business Studies*, 26 (3): 555-572

Mensah, Y., X. Song & S. Ho (2003), 'The long-term payoff from increased corporate disclosures', *Journal of Accounting and Public Policy*, 22 (2): 107-150

Meritum (2002), 'Guidelines for managing and reporting on intangibles', 30p.

Merton, R. (1987), 'A simple model of capital market equilibrium with incomplete information', *Journal of Finance*, 42 (3): 483-510

Mikhail, M., B. Walther & R. Willis (1997), 'Do security analysts improve their performance with experience', *Journal of Accounting Research*, 35 (3): 131-166

Mikhail, M., B. Walther & R. Willis (2004), 'Earnings surprises and the cost of equity capital', *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 19 (4): 491-513

Milgrom, P. (1981), 'Good news and bad news: representation theorems and application', *Bell Journal of Economics*, 12 (2): 380-391

Miller, P. & P. Bahnson (1999), 'Quality financial reporting: Why you need it and how to implement it', *Journal of Corporate Accounting and Finance*, 11 (1): 83-101

Milne, M. (2002), 'Positive accounting theory, political costs and social disclosure analyses: a critical look', *Critical Perspectives on Accounting*, 13 (3): 369-346

Mishra, D., J. Heide & S. Cort (1998), 'Information asymmetry and levels of agency relationships', 35 (4): 277-295

Mitchell, J., C. Chia & A. Loh (1995), 'Voluntary disclosure of segment information', *Accounting and Finance*, 35 (2): 1-16

Moerland, P. (1996), 'Investor relations en corporate governance', *Bedrijfskunde*, 68 (4): 24-27

Mohd, E. (2005), 'Accounting for software development costs and information asymmetry', *Accounting Review*, 80 (4): 1211-1231

Moneva, J. & F. Llena, (2000), 'Environmental disclosures in the annual reports of large companies in Spain', *European Accounting Review*, 9 (1): 7-29

Morris, S. & H.S. Shin (2002), 'Social value of public information', *American Economic Review*, 92 (5): 1521-1534

Mouritsen, J. (2003), 'Overview intellectual capital and the capital markets: the circulability of intellectual capital', *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 16 (1): 18-30

Moyer, R., R. Chatfield & P. Sisnores (1989), 'Security analyst monitoring activity: agency cost and information demands', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 24 (4): 503-512

Moyes, G., B. Saadouni, J. Simon & P. Williams (2001), 'A comparison of factors affecting UK and US analyst forecast revisions', *International Journal of Accounting*, 36 (1): 47-63

Moyes, G., K. Park, A. Wang & P. Williams (1997), 'Factors affecting an analyst forecast revision – Taiwan and the United States: a comparison', *International Journal of Accounting*, 32 (1): 63-77

Mozes, H. & P. Williams (2000), 'Brokerage firm analysts: How good are the forecasts?', *Journal of Investing*, 9 (3): 5-13

Mueller, G., H. Gernon & G. Meek. (1994), *Accounting: an international perspective*, 3de editie, New York, Business One Irwin.

N

Neu, D., H. Warsame & K. Pedwell (1998), 'Managing public impressions: environmental disclosures in annual reports', *Accounting, Organizations and Society*, 23 (3): 265-282

Nielsen, C. (2005), *Essays on business reporting: production and consumption of strategic information in the market for information*. Ph.D. Dissertation, Copenhagen Business School

Nikolaev, V. & L. van Lent (2005), 'The endogeneity bias in the relation between cost-of-debt capital and corporate disclosure policy', *European Accounting Review*, 14 (4): 677-724

Nobes, C. & R. Parker (1995) *Comparative International Accounting*, 4th edition, Prentice Hall

O

O'Brien, P.C. (1998), 'Discussion of international variation in accounting measurement rules and analysts' earnings forecast errors', *Journal of Business Finance and Accounting*, 25 (9-10): 1249-1254

Oliveira, L., L. Rodrigues & R. Craig (2006), 'Firm-specific determinants of intangibles reporting: evidence from the Portuguese stock market', *Journal of Human Resource Costing & Accounting*, 10 (1): 11-33

Olsson, B. (2001), 'Annual reporting practices: information about human resources in corporate annual reports in major Swedish companies', *Journal of Human Resource Costing and Accounting*, 6 (1): 39-52

Ooghe, H. & A. Dehaene (1999), 'De sociale balans in België: voorstel van een analysemethode en toepassing op het boekjaar 1996', *Accountancy & Bedrijfskunde*, 26 (3): 3-31

Orens, R. & N. Lybaert (2007), 'Does the financial analysts' usage of non-financial information influence the analysts' forecast accuracy? Some evidence from the Belgian sell-side financial analyst', *The International Journal of Accounting*, 42 (3): 237-271

Orens, R. & N. Lybaert (2006), 'The communication of intellectual capital information at the capital market', *Working paper gepresenteerd op de 2de Workshop on visualising, measuring and managing intangibles and intellectual capital, Maastricht*

Owen, L. & R. Thaler (2003), 'Can the market add and subtract? Mispricing in tech stock carve-outs', *Journal of Political Economy*, 111 (2): 227-268

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

P

Pandy, V., T. Kohers & G. Kohers (1998), 'Deterministic nonlinearity in the stock returns of major European equity markets and the United States', *Financial Review*, 33 (1): 45-64

Park, C. & E. Stice (2000), 'Analyst forecasting ability and the stock price reaction to forecast revisions', *Review of Accounting Studies*, 5 (3): 259-272

Parkash, M., D. Dhaliwal & W. Salatka (1995), 'How certain firm-specific characteristics affect the accuracy and dispersion of analysts' forecasts', *Journal of Business Research*, 34 (3): 161-169

Patten, D. & G. Trompeter (2003), 'Corporate responses to political costs: an examination of the relation between environmental disclosure and earnings management', *Journal of Accounting and Public Policy*, 22 (1): 83-94

Patton, J. & I. Zelenka (1997), 'An empirical analysis of the determinants of the extent of disclosure in annual reports of joint stock companies in the Czech Republic', *European Accounting Review*, 6 (4): 605-626

Peasnell, K., P. Pope & S. Young (2000), 'Detecting earnings management using cross-sectional abnormal accruals models', *Accounting and Business Research*, 30 (4): 313-326

Penman, S. (1992), 'Return to fundamentals', *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 7 (4): 465-483

Penman, S. (2004), *Financial statement analysis and security valuation*, 2de druk, McGraw Hill, New York

Petra, S. (2007), 'The effects of corporate governance on the informativeness of earnings', *Economics of Governance*, 8 (2): 129-152

Phillips, D. & E. Zuckerman (2001), 'Middle status conformity: theoretical restatement and empirical demonstration in two markets', *American Journal of Sociology*, 107 (2): 379-429

Plumlee, M. (2003), 'The effect of information complexity on analysts' use of that information', *Accounting Review*, 78 (1): 275-296

Poshakwale, S. & J. Courtis (2005), 'Disclosure level and cost of equity capital: evidence from the banking industry', *Managerial and Decision Economics*, 26 (7): 431-444

Prencipe, A. (2004), 'Proprietary costs and determinants of voluntary segment disclosure: evidence from Italian listed companies', *European Accounting Review*, 13 (2): 319-340

Previts, G., R. Bricker, T. Robinson & S. Young (1994), 'A content analysis of sell-side financial analyst company reports', *Accounting Horizons*, 8 (2): 55-70

PriceWaterhooseCoopers (2005), *Similarities and differences – a comparison of IFRS, US GAAP and Belgian GAAP*, 102p.

R

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

Raffournier, B. (1995), 'The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies', *European Accounting Review*, 4 (2): 261-280
Reilly, F. & K. Brown (2003), *Investment analysis and portfolio management*, Thomson, South Western,
Richardson, A. & M. Welker (2001), 'Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital', *Accounting, Organizations and Society*, 26 (7): 597-616
Richardson, A., M. Welker & I. Hutchinson (1999), 'Management capital market reactions to corporate responsibility', *International Journal of Management Review*, 1 (1): 17-43
Richardson, V. (2000), 'Information asymmetry and earnings management: some evidence', *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 15 (4): 325-347
Ritter, A. & P. Wells (2006), 'Identifiable intangible assets disclosure, stock prices and future earnings', *Accounting and Finance*, 46 (5): 843-865
Robb, S., L. Single & M. Zarzeski (2001), 'Nonfinancial disclosures across Anglo-American countries', *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 10 (1): 71-83
Rogers, E. (1995), `*Diffusion of innovation*, Free Press, New York
Rogers, R. & J. Grant (1997), 'Content analysis of information cited in reports of sell-side financial analysts', *Journal of Financial Statement Analysis*, 3 (1): 14-30
Ross, S. (1977), 'The determination of financial structure: the incentive signalling approach', *Bell Journal of Economics*, 8 (1): 23-40
Roulstone, D. (2003), 'Analyst following and market liquidity', *Contemporary Accounting Research*, 20 (3): 551-578
Ryan, P. & R. Taffler (2006), 'Do brokerage houses add value? The market impact of UK sell-side analyst recommendation changes', *British Accounting Review*, 38 (4): 371-386

S

Sakakibari, S., B. Hansson, T. Yosano, C. Koga & U. Johanson (2005), 'Japanese analysts' perception of the needs for intellectual capital information', *Working paper presented at the 28th Annual EAA congress, Göteburg, 31p*
Saudagaran, S. & G. Meek (1997), 'A review of research on the relationship between international capital markets and financial reporting by multinational firms', *Journal of Accounting Literature*, 16: 127-159
Scherr, J. (2002), 'Investor relations departments continue to ignore individual investors', WhisperNumber.com (November)
Schipper, K. (1991), 'Commentary on analysts' forecasts', *Accounting Horizons*, 5 (4): 105-121
Sengupta, P. (1998), 'Corporate disclosure quality and the cost of debt', *Accounting Review*, 73 (4): 459-474
Sercu, P. & G. Sips (1993) 'Leveren beleggingsadviezen een uitzonderlijk rendement op', *Tijdschrift voor Economie en Management*, 38 (4): 371-383
Sheikholeslami, M., M. Wilson & R. Selin (1998), 'The impact of CEO turnover on security analysts' forecasts', *Journal of Applied Business Research*, 14 (4): 71-75

Singhvi, S. & H. Desai (1971), 'An empirical analysis of the quality of corporate financial disclosure', *Accounting Review*, 46 (1): 129-138
Sinha, P., L. Brown & S. Das (1997), 'A re-examination of financial analyst of financial analysts' differential earnings forecast accuracy', *Contemporary Accounting Research*, 14 (1): 1-42
Skinner, D. (1993), 'The investment opportunity set and accounting procedure choice – preliminary evidence', *Journal of Accounting and Economics,* 16 (4): 407-445
Skinner, D. (1994), 'Why firms voluntarily disclose bad news', *Journal of Accounting Research*, 32 (1): 38-60
Standards&Poor (2002), 'Transparancy and disclosure study – frequently asked questions', www.standardsandpoors.com
Staubus, G. (1961), *A theory of accounting to investors*, Scholars Book Houston, 149p.
Stickel, S. (1992), 'Reputation and performance among security analysts', *Journal of Finance*, 47 (5): 1811-1836
Stickel, S. (1989), 'The timing of and incentives for annual earnings forecasts near interim earnings announcements', *Journal of Accounting and Economics*, 11 (2-3): 275-292
Strandholm, K., K. Kumar & R. Subramanian (2004), 'Examining the interrelationships among perceived environmental change, strategic response, managerial characteristics, and organizational performance', *Journal of Business Research*, 57 (1): 58-68
Suijs, J. (2001), 'Voluntary disclosure and risk sharing', working paper, CentER Accounting Research Group, Tilburg, 20p.

T

Taffler, R. (2002), 'What can we learn from behavioral finance', *Credit Control*, 23 (2): 14-16
Tasker, S. (1998), 'Bridging the information gap: quarterly conference calls as a medium for voluntary disclosure', *Review of Accounting Studies,* 3 (1-2): 137-167
Teoh, S.H. & C.Y. (1991), 'Nondisclosure and adverse disclosure as signals of firm value', *Review of Financial Studies*, 4 (2): 283-313
Tong, H. (2007), 'Disclosure standards and market efficiency', *Journal of International Economics*, 72 (1): 222-241
Törnqvist, U. (1999), 'An empirical study of accountability: delegation of responsibility and external disclosure in some Swedish companies', *European Accounting Review*, 8 (1): 139-156
Tourani-Rad, A. & S. Kirkby (2005), 'Investigation of investors' overconfidence, familiarity and socialization', *Accounting and Finance*, 45 (2): 283-300

U

Upton, W. (2001), 'Special report on Business and financial reporting, challenges from the new economy', *Financial Accounting Standards Board,* Norwalk, Connecticut, 118p.

V

Vafeas, N. (2000), 'Board structure and the informativeness of earnings', *Journal of Accounting and Public Policy*, 19 (2): 139-160

Vandemaele, S., P. Vergauwen & A. Smits (2005), 'Intellectual capital disclosure in The Netherlands, Sweden and the UK: a longitudinal and comparative study', *Journal of Intellectual Capital,* 6 (3): 1469-1930

Vanstraelen, A., M. Zarzeski & S. Robb (2003), 'Corporate nonfinancial disclosure practices and financial analyst behaviour across three European countries', *Journal of International Financial Management and Accounting*, 14 (3): 249-278

Venkatesh, P. & R. Chiang (1986), 'Information asymmetry and the dealer's bid-ask spread: A case study of earnings and dividend announcements', *Journal of Finance*, 41 (5): 1089-1102

Vergoosen, R. (1993), 'The use and perceived importance of annual reports by investment analysts in the Netherlands', *European Accounting* Review, 2 (2): 219-244

Verrecchia, R. (1983), 'Discretionary disclosure', *Journal of Accounting and Economics*, 5 (3): 179-194

Verrecchia, R. (2001), 'Essays on disclosure', *Journal of Accounting and Economics*, 32 (1-3): 97-180

Vuontisjärvi, T. (2006), 'Corporate social reporting in the European context and human resource disclosures: an analysis of Finnish companies', *Journal of Business Ethics*, 69 (4): 331-354

W

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

Walker, M. (2006), 'How can business reporting be improved? A research perspective', *Accounting and Business Research*, 36 (special issue): 95-105

Wallace, R. & K. Nasar (1995), 'Firm-specific determinants of the comprehensiveness of mandatory disclosure in the corporate annual reports of firms listed on the stock exchange of Hong Kong', *Journal of Accounting and Public Policy*, 14 (4): 311-368

Wallace, R., K. Naser & A. Mora (1994), 'The relationship between the comprehensiveness of corporate annual reports and firm characteristics in Spain', *Accounting and Business Research*, 25 (97): 41-54

Wallman, S. (1995), 'The future of accounting and disclosure in an evolving world: the need for dramatic change', *Accounting Horizons*, 9 (3): 81-91

Warfield, T., J. Wild & K. Wild (1995), 'Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings', *Journal of Accounting and Economics*, 20 (1): 61-91

Warner, J., R. Watts & K. Wruck (1988), 'Stock prices and top management changes', *Journal of Financial Economics*, 20 (2): 461-493

Wasley, C. & J. Shuang Wu (2006), 'Why do managers voluntarily issue cash flow forecasts', *Journal of Accounting Research*, 44 (2): 389-429

Watson, A., P. Shrives & C. Martson (2002), 'Voluntary disclosure of accounting ratios in the UK', *British Accounting Review*, 34 (4): 289-313

Watts, R. & J. Zimmerman (1978), 'Towards a positive theory of the determination of accounting standards', *Accounting Review*, 53 (1): 112-134

Watts, R. & J. Zimmerman (1990), 'Positive accounting theory: a ten year perspective', *Accounting Review*, 65 (1): 131-157

Waymire, G. (1985), 'Earnings volatility and voluntary management forecast disclosure', *Journal of Accounting Research*, 23 (1): 268-295

Weber, R. (1985), *Basic content analysis, quantitative applications in social sciences*, Beverly Hills, CA: Sage publications

Welker, M. (1995), 'Disclosure policy, information asymmetry and liquidity in equity markets', *Contemporary Accounting Research*, 11 (3): 801-828

Williams, P. & G. Moyes (1997), 'The relationship between the experience of financial analysts and their revisions of EPS forecasts', *Accounting Forum*, 21 (1): 7-22

Williams, P., G. Moyes & K. Park (1996), 'Factors affecting earnings forecast revisions for the buy-side and sell-side analyst', *Accounting Horizons*, 10 (3): 112-121

Witmer, J. & L. Zorn (2007), 'Estimating and comparing the implied cost of equity for Canadian and U.S. firms', *Working Paper Bank of Canada*, 52p.

Womack, K. (1996), 'Do brokerage analysts' recommendations have investment value', *Journal of Finance*, 51 (1): 137-166

Woodward, D., P. Edwards & F. Birkin (1996), 'Organizational legitimacy and stakeholders information provision', *British Journal of Management*, 7 (4): 329-347

Y

Yeo, G., P. Tan, K. Ho & S.-S. Chen (2002), 'Corporate ownership structure and the informativeness of earnings', *Journal of Business Finance and Accounting*, 29 (7-8): 1023-1046

Yhim, H., K. Kharim & R. Rutledge (2003), 'The association between disclosure level and information quality: voluntary management earnings forecasts', *Applied Financial Economics*, 13 (9) 677-692

Z

Zarzeski, M. (1996), 'Spontaneous harmonization effects of culture and market forces on accounting disclosure practices', *Accounting Horizons*, 10 (1): 18-37

Zhang, G. (2001), 'Private information production, public disclosure, and the cost of capital: theory and implications', *Contemporary Accounting Research*, 18 (2): 363-384

Zhang, L. & S. Ding (2006), 'The effect of increased disclosure on cost of capital: evidence from China', *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 27 (4): 383-401

Bijlage 1: Informatieverplichtingen voor Belgische beursgenoteerde ondernemingen

De informatieverplichtingen van beursgenoteerde ondernemingen worden opgelegd door diverse instanties. De volgende secties lichten de verplichtingen toe die opgenomen zijn in de vennootschapswetgeving, de bepalingen van de beursautoriteit, de Commissie voor Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA) en de bepalingen van de beursregulator Euronext.

1. Vennootschapswetgeving

Het wetboek Vennootschappen (W. Venn.) bevat een aantal informatieverplichtingen gerelateerd aan de inhoud van de jaarrekening en het jaarverslag.

1.1 De jaarrekening

Beursgenoteerde ondernemingen dienen hun enkelvoudige jaarrekening, bestaande uit de balans, de resultatenrekening en de toelichting, op te stellen conform de Belgische boekhoudnormen zoals opgenomen in de bepalingen van het Koninklijk Besluit van 30 januari 2001 (art. 92 W. Venn.). De geconsolideerde jaarrekening dienen beursgenoteerde ondernemingen op te stellen conform de bepalingen van de IAS/IFRS-normen zoals ontwikkeld door het International Accounting Standards Board (IASB). Een IAS/IFRS-jaarrekening bestaat uit 5 financiële staten: de balans, de resultatenrekening, de toelichting, de staat van wijziging van het eigen vermogen en de kasstromentabel.

De enkelvoudige jaarrekening dient binnen de zes maanden na afloop van het boekjaar ter goedkeuring voorgelegd te worden aan de algemene vergadering (art. 92§1 W. Venn.). Deze verplichting is niet van toepassing voor beursgenoteerde verzekeringsmaatschappijen, kredietinstellingen, portefeuillemaatschappijen, beleggingsondernemingen en landbouw-vennootschappen (art. 92 §3, W. Venn.). De jaarrekening dient binnen dertig dagen nadat ze is goedgekeurd door de algemene vergadering neergelegd te worden bij de Nationale Bank van België (art. 98 W. Venn.).

De ondernemingen die de verplichting hebben een geconsolideerde jaarrekening op te stellen, dienen de groepsjaarrekening binnen dezelfde termijn ter beschikking te stellen als de enkelvoudige jaarrekening. Afwijking is mogelijk voor ondernemingen die de geconsolideerde jaarrekening op een ander tijdstip afsluiten dan de enkelvoudige jaarrekening om rekening te houden met de balansdatum van belangrijke in de consolidatie opgenomen vennootschappen (art. 120 W. Venn.).

1.2 Het jaarverslag

Alle beursgenoteerde ondernemingen dienen een jaarverslag te voegen bij de enkelvoudige en de geconsolideerde jaarrekening. Er wordt een uitzondering toegestaan voor ondernemingen met als vennootschapsvorm de vennootschap onder firma, de gewone commanditaire vennootschap of de coöperatieve vennootschap met onbeperkte aansprakelijkheid, voor economische samenwerkingsverbanden en voor landbouwvennootschappen (art. 94 W. Venn.).

Het jaarverslag bevat minstens de volgende elementen (art. 96 W.Venn.):

- een getrouw overzicht van de ontwikkeling en van de resultaten van het bedrijf en van de positie van de vennootschap die in overeenstemming zijn met de omvang en de complexiteit van de onderneming, evenals een beschrijving van de voornaamste risico's en onzekerheden. Er dienen zowel financiële als, waar passend, niet-financiële essentiële prestatie-indicatoren, met inbegrip van informatie betreffende milieu- en personeelsaangelegenheden vermeld te worden;
- informatie over de belangrijke gebeurtenissen die na het einde van het boekjaar hebben plaatsgevonden;
- informatie over de omstandigheden die de ontwikkeling van de vennootschap aanmerkelijk kunnen beïnvloeden, voor zover zij niet van dien aard is dat zij ernstig nadeel zou kunnen berokkenen aan de vennootschap;
- informatie over onderzoek en ontwikkeling;
- informatie over het bestaan van bijkantoren van de vennootschap;
- een verantwoording van de toepassing van de waarderingsregels in de veronderstelling van continuïteit wanneer uit de balans een overgedragen verlies blijkt of uit de resultatenrekening gedurende twee opeenvolgende boekjaren een verlies van het boekjaar blijkt;
- alle gegevens die volgens het wetboek van vennootschappen opgenomen dienen te worden in het jaarverslag. Deze bijzondere verslagen waarvan sprake in het wetboek van vennootschappen worden opgesteld bij volgende gebeurtenissen: een ontbinding van de vennootschap (art. 181§1, W. Venn.), een quasi-inbreng in natura (art. 447, W. Venn.), een voorstel tot wijziging van het doel van een vennootschap (art. 559, W. Venn.), een voorstel tot wijziging van de rechten verbonden aan verschillende soorten aandelen of effecten (art. 560 en art. 612, W. Venn.), de uitgifte van aandelen zonder vermelding van de nominale waarde beneden de fractiewaarde van de oude aandelen van dezelfde soort (art. 582, W. Venn.), het besluit tot uitgifte van converteerbare obligaties of warrants (art. 583, W. Venn.), een beperking of opheffing van een voorkeurrecht (art. 596 en art. 598, W. Venn.), een kapitaalverhoging met een niet-geldelijke inbreng (art. 602, W. Venn.), een voorstel van de raad van bestuur om de bevoegdheid van een kapitaalverhoging of een vernieuwing van die bevoegdheid toe te kennen aan de algemene vergadering (art. 604, W. Venn.), een bijeenkomst van de algemene vergadering omdat het netto-actief gedaald is tot minder dan de helft of tot minder dan 1/4de van het maatschappelijk kapitaal (art. 663, W. Venn.), een fusie door overneming of door oprichting van een nieuwe vennootschap (art.

694 en art. 707, W. Venn.), een splitsing door overneming of door oprichting van nieuwe vennootschappen (art. 730 en art. 745, W. Venn.), een inbreng van een algemeenheid (art. 761 W. Venn.) en een voorstel bij omzetting van de vorm van een vennootschap (art. 778, W. Venn.). Voorst dienen beursgenoteerde ondernemingen de ontwerpteksten tot wijziging van de oprichtingsakte of hun statuten ter beschikking stellen binnen de termijnen zoals bepaald in het wetboek der vennootschappen (art. 11, K.B. 31 maart 2003);
- informatie over de doelstellingen en het beleid van de vennootschap inzake de beheersing van de risico's (o.m. hedging transacties, prijsrisico, kredietrisico, liquiditeitsrisico en kasstroomrisico) wanneer deze informatie van betekenis is voor de beoordeling van de activa, passiva, financiële positie en resultaat.

Indien een vennootschap haar jaarrekening en jaarverslag verspreidt, moeten zij weergegeven worden in de vorm en met de inhoud van de documenten die het voorwerp uitgemaakt hebben van het verslag van de commissarissen. Dit verslag moet bijgevoegd worden bij de jaarrekening en het jaarverslag (art. 104 W. Venn.).

Ondernemingen die een geconsolideerde jaarrekening opstellen, dienen tevens een geconsolideerd jaarverslag op te stellen. Dit geconsolideerde jaarverslag bevat minimaal de volgende gegevens (art. 119 W. Venn.):

- een commentaar op de geconsolideerde jaarrekening waarbij een getrouw overzicht gegeven wordt van de ontwikkeling en de resultaten van de ondernemingen in de groep, evenals een beschrijving van de voornaamste risico's en onzekerheden;
- informatie over belangrijke gebeurtenissen die na het einde van het boekjaar hebben plaatsgevonden;
- informatie over de omstandigheden die de ontwikkeling van de vennootschap aanmerkelijk kunnen beïnvloeden, voor zover zij niet van dien aard is dat zij ernstig nadeel zou kunnen berokkenen aan de vennootschap;
- informatie over onderzoek en ontwikkeling;
- informatie over de doelstellingen en het beleid van de vennootschap inzake de beheersing van de risico's (o.m. hedging transacties, prijsrisico, kredietrisico, liquiditeitsrisico en kasstroomrisico) wanneer deze informatie van betekenis is voor de beoordeling van de activa, passiva, financiële positie en resultaat.

2. De bepalingen van de beursautoriteit CBFA[13]

De specifieke verplichtingen waaraan beursgenoteerde ondernemingen dienen te voldoen zijn opgenomen in het Koninklijk Besluit van 31 maart 2003 (B.S. 29

[13] Gebaseerd op omzetbrief CBFA 'Verplichtingen van Belgische emittenten van financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de verhandeling op een Belgische gereglementeerde markt', consulteerbaar op de website van de CBFA: www.cbfa.be ; Deze omzendbrief wordt telkens aangepast aan wijzigingen in de wettelijke bepalingen.

april 2003)[14] die de uitvoeringsbesluiten bevat van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector. De informatieverplichtingen worden opgedeeld in drie types verplichtingen: algemene verplichtingen, verplichtingen ten aanzien van houders van financiële instrumenten en verplichtingen inzake de publieke informatieverstrekking.

2.1 Algemene verplichtingen

Alle beursgenoteerde ondernemingen zijn verplicht de nodige informatie ter beschikking te stellen om de transparantie, de integriteit en de goede werking van de markt te verzekeren. De informatie dient getrouw, oprecht en nauwkeurig te zijn, zodat de aandeelhouders in staat zijn om de invloed ervan op de positie, het bedrijf en de resultaten van de beursgenoteerde onderneming te beoordelen (art. 2, K.B. 31 maart 2003). Beursgenoteerde ondernemingen die tevens een notering hebben op een buitenlandse markt, dienen te voldoen aan bijkomende informatieverplichtingen. Zij moeten immers alle bijkomende informatie die zij verplicht door de buitenlandse beursautoriteit dienen te verstrekken, ook ter beschikking stellen voor de beleggers op de Belgische markt (art. 3, K.B. 31 maart 2003).

2.2 Verplichtingen ten aanzien van de houders van financiële instrumenten

Beursgenoteerde ondernemingen dienen minimaal volgende informatie-items te rapporteren aan haar aandeelhouders:

- Informatie nodig voor het uitoefenen van hun rechten verbonden aan de financiële instrumenten (bv. de datum, plaats of agenda van de algemene vergadering);
- Informatie over bestaande aandelen en stemrechten en over het aantal uitgegeven converteerbare obligaties en warrants;
- Informatie betreffende de rechten verbonden aan het houden van financiële instrumenten;
- Informatie over de financiële instelling bij wie de aandeelhouders hun financiële rechten kunnen uitoefenen (art. 5, K.B. 31 maart 2003).

2.3 Verplichtingen inzake de publieke informatieverstrekking

De verplichtingen aangaande de publieke informatieverstrekking worden opgedeeld in occasionele verplichtingen en periodieke verplichtingen.

2.3.1 Verplichtingen inzake occasionele informatie

Occasionele informatie is informatie die mogelijks een wijziging in de beurskoersen of wijzigingen in de rechten van de aandeelhouders kunnen veroorzaken. Hiertoe behoort volgende informatie: voorkennis, wijzigingen in de voorwaarden, rechten en waarborgen verbonden aan financiële instrumenten en

[14] Het K.B. van 31 maart 2003 is aangepast door het K.B. van 4 december 2003, van 28 januari 2004, van 22 december 2005, 5 maart 2006 en 4 oktober 2006.

wijzigingen in de aandeelhoudersstructuur (art. 6, K.B. 31 maart 2003). Voorkennis is elke niet openbaar gemaakte informatie die nauwkeurig is en die de beurskoers aanzienlijk zou kunnen beïnvloeden wanneer zij openbaar zou worden gemaakt. Een exhaustieve lijst van omstandigheden die zouden kunnen leiden tot voorkennis werd niet opgesteld. De CBFA haalt enkel een aantal voorbeelden van gevoelige informatie aan zoals omzet- en/of winstwaarschuwingen, wijzigingen in de samenstelling van de raad van bestuur, uitkering van een dividend, de aankondiging van de verwerving of de overdracht van een onderneming of van een activiteit (CBFA, 2006).

2.3.2 Verplichtingen inzake periodieke informatie

De periodieke informatie heeft betrekking op informatie die beursgenoteerde ondernemingen op regelmatige tijdstippen dienen te rapporteren. Beursgenoteerde ondernemingen zijn verplicht jaarlijks en halfjaarlijks een communiqué te verspreiden over het bedrijf en haar resultaten. Deze verslagen dienen binnen drie maanden na afloop van de periode gerapporteerd te worden (art. 8§1, K.B. 31 maart 2003). Beide communiqués bestaan uit cijfergegevens en een toelichting over het bedrijf en over de resultaten van het betrokken boekjaar (art. 8§2, K.B. 31 maart 2003). Gegevens van het vorige boekjaar dienen als vergelijkingsbasis mee opgenomen te worden (art. 8§3, K.B. 31 maart 2003).

Beursgenoteerde ondernemingen die geen geconsolideerde jaarrekening opstellen, zijn minstens verplicht om onderstaande informatie-items op te nemen in hun jaarlijkse en halfjaarlijkse communiqués (art. 8§3, K.B. 31 maart 2003):

- Netto-omzet;
- Bedrijfsresultaat;
- Financieel resultaat;
- Resultaat uit de gewone bedrijfsuitoefening;
- Uitzonderlijk resultaat;
- Resultaat voor belastingen;
- Belastingen;
- Nettoresultaat;
- Resultaat uit de gewone bedrijfsuitoefening per aandeel;
- Nettoresultaat per aandeel

Beursgenoteerde ondernemingen die wel een geconsolideerde jaarrekening verspreiden, zijn verplicht om naast bovenstaande verplichtingen, uitgezonderd het nettoresultaat en het nettoresultaat per aandeel, bijkomend de volgende informatie-items op te nemen in hun communiqués(art. 8§3, K.B. 31 maart 2003):

- Het aandeel van het resultaat van de beursgenoteerde ondernemingen waarop vermogensmutatie is toegepast;
- Het geconsolideerde resultaat;
- Het aandeel van de groep in het geconsolideerde resultaat;
- Aandeel van de groep in het geconsolideerde resultaat per aandeel.

Indien beursgenoteerde ondernemingen een (interim)dividend uitgekeerd hebben of wensen uit te keren, dient de onderneming deze informatie eveneens te rapporteren in zijn communiqués (art. 8§3, K.B. 31 maart 2003).

De toelichting verbonden aan de halfjaarlijkse en jaarlijkse communiqués is eveneens onderworpen aan een aantal minimumvereisten. Ten eerste dienen deze verslagen alle informatie te bevatten waardoor beleggers in staat moeten zijn een oordeel te vellen over de positie van de beursgenoteerde onderneming, de evolutie van het bedrijf en haar resultaten. Ten tweede moeten bijzondere factoren die een invloed hebben op voornoemde elementen vermeld worden en ten derde dient een vergelijking met het vorige boekjaar opgenomen te worden (art. 8§4, K.B. 31 maart 2003). Het K.B. bepaalt tevens dat, indien mogelijk, beursgenoteerde ondernemingen ook toekomstige ontwikkelingen vermelden (art. 8§5, K.B. 31 maart 2003).

Beursgenoteerde ondernemingen dienen zowel in het halfjaarlijkse als in het jaarlijkse communiqué aan te geven of de boekhoudkundige gegevens al dan niet gecontroleerd werden door een externe revisor. In het voorkomende geval dat er een controle heeft plaatsgevonden, dient in het halfjaarlijkse communiqué het verslag van de commissaris alsook het eventuele voorbehoud opgenomen te worden. In het jaarlijkse communiqué dient vermeld te worden welke werkzaamheden plaatsgevonden hebben en of er in het verslag van de commissaris al dan niet voorbehoud wordt gemaakt. Bij een voorbehoud dient het volledige verslag integraal opgenomen te worden in het jaarlijkse communiqué (art. 8§6, K.B. 31 maart 2003).

Het rapporteren van een kwartaalcommuniqué is niet verplicht voor beursgenoteerde ondernemingen genoteerd op een Belgische markt. Wanneer een beursgenoteerde onderneming evenwel besluit tot het verspreiden van een kwartaalcommuniqué, is dit communiqué wel onderworpen aan een aantal minimumvereisten. Indien de beursgenoteerde onderneming geen geconsolideerde jaarrekening opstelt, omvatten de cijfergegevens minstens de omzet, het resultaat voor gewone bedrijfsuitoefening, het nettoresultaat, het resultaat uit de gewone bedrijfsuitoefening per aandeel en het nettoresultaat per aandeel. Indien een geconsolideerde jaarrekening wordt opgesteld, omvat de jaarrekening minstens de omzet, het resultaat uit de gewone bedrijfsuitoefening, het geconsolideerde resultaat, het aandeel van de groep in het geconsolideerde resultaat, het resultaat uit de gewone bedrijfsuitoefening per aandeel en het aandeel van de groep in het geconsolideerde resultaat per aandeel (art. 9, K.B. 31 maart 2003).

De jaarrekening, het jaarverslag en het verslag van de commissaris dienen uiterlijk 15 dagen voor de jaarlijkse algemene vergadering verkrijgbaar zijn voor het publiek. Zowel de geconsolideerde als de niet-geconsolideerde jaarrekening dienen publiek gemaakt te worden. Indien de CBFA de toestemming geeft, is de verspreiding van de niet-geconsolideerde jaarrekening niet vereist. Deze versoepeling van de publicatieverplichtingen is mogelijk wanneer volgens de beursgenoteerde onderneming de niet-geconsolideerde jaarrekening geen betekenisvolle aanvullende informatie bevat (art. 10, K.B. 31 maart 2003). Het publiceren van een jaarlijks communiqué is echter niet verplicht wanneer de drie

bovenstaande verslagen verspreid worden binnen de drie maanden na afloop van het boekjaar (art. 10, K.B. 31 maart 2003).

De cijfergegevens die in de communiqués, de jaarrekeningen en het jaarverslag opgenomen worden, dienen opgesteld te worden in overeenstemming met de Verordeningen en de Richtlijnen van de Europese Gemeenschap. Wat de geconsolideerde jaarrekening betreft dient Verordening nr. 1606/2002 gevolgd te worden, wat impliceert dat als boekhoudstandaard de IAS/IFRS-norm toegepast dient te worden. Wat de enkelvoudige jaarrekening betreft dient deze opgesteld te worden in overeenstemming met de 4de EU-Richtlijn (art. 12, K.B. 31 maart 2003).

De informatie die beursgenoteerde ondernemingen dienen te vermelden krachtens de bepalingen van het K.B. van 31 maart 2003, uitgezonderd de algemene informatie, informatie over bestaande aandelen en stemrechten en over het aantal uitgegeven converteerbare obligaties en warrants, informatie over de financiële instelling, gevoelige informatie, kwartaalcommuniqués, de jaarrekening, het jaarverslag, het verslag van de commissaris en de bijzondere verslagen in het kader van de vennootschapswetgeving, dienen overgemaakt worden aan één van de persagentschappen waarbij de meeste dagbladen zich contractueel hebben geabonneerd.

Daarnaast mag deze informatie ook opgenomen worden op de website van de beursgenoteerde onderneming. Indien een beursgenoteerde onderneming van deze mogelijkheid gebruik wenst te maken, dienen vijf voorwaarden vervuld te worden. Ten eerste moet op de website een afzonderlijk deel voorbehouden worden voor de financiële en de verplichte informatie. Ten tweede dient op de website een kalender gepubliceerd te worden van de periodieke publicaties. Ten derde moeten belangstellenden de informatie die gerapporteerd moet worden via e-mail kunnen ontvangen. Ten vierde dient de beursgenoteerde onderneming alle informatie die in overeenstemming met het koninklijk besluit gedurende de laatste drie jaren werd gepubliceerd, te plaatsen op de website. Ten vijfde moet een beursgenoteerde onderneming alle waarschuwingen en alle informatie die de CBFA bijkomend oplegt, rapporteren op de website (art. 14§2 en §7, K.B. 31 maart 2003 en art. 3, K.B. 28 januari 2004).

Tenslotte kunnen beursgenoteerde ondernemingen de vereiste informatie ook opnemen op de website van de onderneming die de markt waarop de onderneming genoteerd staat, organiseert (in casus Euronext) (art. 14§2, K.B. 31 maart 2003). De CBFA kan in voorkomend geval de verplichting om de informatie te rapporteren in dagbladen teniet doen. De informatie die niet verplicht in een dagblad gerapporteerd moet worden, mag op de website gerapporteerd worden.

2.3.3 Corporate governance

De vernieuwde Belgische corporate governance code werd op 9 december 2004 bekendgemaakt. Beursgenoteerde bedrijven worden sindsdien verplicht tot het opstellen van een corporate governance charter en een corporate governance hoofdstuk in het jaarverslag. Het charter omvat onder meer een omschrijving van de bestuursstructuur van de vennootschap, het remuneratiebeleid en de

identiteit van de belangrijkste aandeelhouders. In het jaarverslag dient onder meer een lijst opgenomen te worden met de leden van de raad van bestuur, een lijst van de comités van de raad van bestuur, een activiteitsverslag van de bijeenkomsten van de raad van bestuur en een lijst van de leden van het uitvoerend management. De informatieverstrekking aangaande corporate governance is niet verplicht, maar indien beursgenoteerde ondernemingen deze informatie niet wensen te rapporteren, worden zij geacht hiervoor een verklaring te geven (het comply or explain- principe).

3. De effectenregelgever Euronext

Ondernemingen die een notering wensen aan te vragen, dienen een prospectus op te stellen. De informatie die in een prospectus opgenomen wordt, valt buiten het bestek van deze uiteenzetting. De courante informatieverplichtingen opgelegd door de effectenregelgever zijn opgenomen in het "Rule Book".

De ondernemingen genoteerd op de eerste en tweede markt moeten alle informatie met betrekking tot de genoteerde effecten tijdig openbaar maken (regel B-3404/1). De te vermelden informatie heeft betrekking op jaarlijkse en halfjaarlijkse verslagen (incl. balans en resultatenrekening), informatie neergelegd bij de CBFA betreffende belangrijke wijzigingen in het aandeelhouderschap, wijzigingen in de aard van de activiteit of wijzigingen van de statuten (incl. elke wijziging die een invloed heeft op de rechten verbonden aan de verschillende categorieën aandelen of schuldbewijzen), de aankondiging van een dividenduitkering, voorafgaandelijk elke regularisatie, waardeloos verklaarde coupons, elke prospectus met betrekking tot een openbaar bod, een jaarlijks verslag over de staat van vereffening en de redenen waarom de vereffening is beëindigd (indien deze situatie zich voordoet) en alle periodieke en occasionele informatie die moet gepubliceerd worden in het licht van het K.B. van 31 maart 2003 (regel B-3404/2).

De ondernemingen genoteerd op de segmenten 'next prime' en 'next economy', dienen te voldoen aan een aantal aanvullende vereisten zoals bepaald in hoofdstuk 7 van boek 1 van het Rule Book (Euronext, 2004). Een onderneming genoteerd op één van beide segmenten dient binnen een termijn van 3 maanden volgend op het einde van het boekjaar een jaarverslag te publiceren (regel 7202/1). De inhoud van het jaarverslag bestaat uit 2 onderdelen: de geconsolideerde jaarrekening en een 'management discussion and analysis'-verslag. De geconsolideerde jaarrekening bevat een balans, een resultatenrekening, een kasstroomoverzicht, een overzicht van alle vermogensmutaties anders dan die volgen uit kapitaaltransacties met en uitkeringen aan aandeelhouders, een toelichting op de jaarrekening en de winst per aandeel (regel 7202/2). Indien ondernemingen een kwartaalverslag opstellen overeenkomstig de regel 7205, dient in het jaarverslag hiervan kennis gegeven te worden (regel 7202/2). De ondernemingen worden aangespoord tot het rapporteren van een jaarlijks referterapport dat informatie bevat over het eigen vermogen, de bedrijfsleiding, de bedrijfsactiviteiten, de vermogenspositie en de resultaten van de onderneming (regel 7204).

Een halfjaarverslag wordt eveneens binnen drie maanden na afloop van het tweede kwartaal ter beschikking gesteld. (regel 7203/1). De halfjaarlijkse verslagen dienen een verkorte tussentijdse balans en resultatenrekening te bevatten, alsook een tussentijds verslag en analyse van de directie van het bedrijf (regel 7203/2). De verkorte tussentijdse balans en resultatenrekening dienen wel op geconsolideerde basis opgesteld te worden, wanneer de onderneming een geconsolideerde jaarrekening dient te publiceren.

Voorts wordt aangeraden dat ondernemingen een kwartaalverslag rapporteren. Dit verslag bevat dezelfde informatie-items als een halfjaarlijks verslag (regel 7205). Indien ondernemingen een kwartaalverslag publiceren, worden zij geacht dit document binnen de twee maanden na afloop van de periode ter beschikking te stellen.

Euronext Mededeling Nr.7-01 (2004) vaardigt de informatievereisten uit betreffende de inhoud van halfjaar- en kwartaalverslagen. Zoals reeds aangehaald dient een jaarverslag te bestaan uit twee delen: een verkorte balans en resultatenrekening en een "management discussion and analysis"-verslag. Een verkorte balans en resultatenrekening dienen te bestaan uit minstens de volgende onderdelen: een verkorte balans op het einde van het kwartaal, respectievelijk op het einde van het halfjaar en een vergelijkende balans van het einde van het vorige boekjaar, een verkorte resultatenrekening voor het afgelopen kwartaal evenals een vergelijkende verkorte resultatenrekening voor de vergelijkbare tussenperioden van het voorafgaande boekjaar of een verkorte resultatenrekening voor de eerste zes maanden van het boekjaar, evenals een vergelijkende verkorte resultatenrekening voor de vergelijkbare tussentijdse periode indien een onderneming geen kwartaalverslag opstelt, een verkort overzicht van alle vermogensmutaties sinds het begin van het boekjaar, evenals een vergelijkend overzicht voor de vergelijkbare periode van het voorgaande boekjaar, een verkort kasstroomoverzicht sinds het begin van het jaar en een vergelijkend verkort overzicht van het voorgaand boekjaar.

Bijlage 2: Survey

LIMBURGS UNIVERSITAIR CENTRUM
PARTNER IN DE UNIVERSITEIT LIMBURG

Diepenbeek, 21 februari 2005

Geachte heer/mevrouw,

Als onderzoeksassistent Accountancy verbonden aan de Faculteit Toegepaste Economische Wetenschappen van het Limburgs Universitair Centrum zou ik uw medewerking willen vragen in mijn onderzoeksproject dat handelt over de relevantie van niet-financiële informatie voor financiële analisten. De doelstelling van het onderzoeksproject is hierin meer inzicht te verkrijgen om op basis hiervan aanbevelingen te formuleren ter verbetering van de niet-financiële informatierapportering door beursgenoteerde ondernemingen.

Bijgevoegd vindt u een vragenlijst die verzonden wordt aan alle sell-side financiële analisten die Belgische beursgenoteerde ondernemingen volgen. Daar de grootte van deze populatie klein is, is uw medewerking van groot belang. Ik zou u dan ook een dertigtal minuten van uw kostbare tijd willen vragen voor het invullen van bijgevoegde vragenlijst.

Ik zou u heel dankbaar zijn indien u mij de ingevulde vragenlijst voor 21 maart 2005 zou kunnen bezorgen. Uiteraard garandeer ik u dat uw gegevens **strikt vertrouwelijk** en **anoniem** behandeld zullen worden. Na verwerking van de gegevens, zal ik u op de hoogte brengen van de onderzoeksresultaten. Indien u vragen heeft bij het invullen van de vragenlijst, ben ik graag bereid deze te beantwoorden. U kunt mij hetzij telefonisch (011/ 26.86.29), hetzij per e-mail (raf.orens@luc.ac.be) contacteren.

Met de meeste hoogachting,

Raf Orens
Assistent accountancy

Prof. dr. Nadine Lybaert
Promotor

Prof. dr. Arthur Limère
Co-promotor

Limburgs Universitair Centrum
Departement Bedrijfskunde
Universitaire Campus, Gebouw D
3590 Diepenbeek

De vragenlijst bestaat uit vier delen. In het eerste deel worden een aantal algemene gegevens over u en uw beroep gevraagd. Het tweede deel handelt over uw perceptie van de kwantiteit en de kwaliteit van de informatieverstrekking door Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Het derde deel bevat vragen over de belangrijkheid van informatiebronnen. Pas in het vierde deel wordt ingegaan op de mate waarin u niet-financiële informatie gebruikt. In dit onderdeel wordt tevens een definitie van niet-financiële informatie gegeven.

DEEL 1: PERSOONSGEBONDEN KENMERKEN

Geslacht: M / V
Nationaliteit:
- O Belg
- O Andere, ……..

Leeftijd: ..... jaar

Aantal jaren ervaring als financiële analist: ..... jaren
Aantal jaren ervaring in de huidige functie bij de huidige werkgever: ..... jaren

Behaalde diploma('s):
- O Postuniversitair, specificeer.....
- O Universitair, specificeer.....
- O Hoger onderwijs, lange type, specificeer.....
- O Hoger onderwijs, korte type, specificeer.....

Hebt u een gespecialiseerde cursus voor financiële analisten gevolgd of volgt u momenteel een dergelijk programma (b.v. CIAA, CFA)?
- O Ja, welke ……
- O Nee

Hoeveel ondernemingen volgt u momenteel? ..... Belgische ondernemingen
..... buitenlandse ondernemingen

Welke BELGISCHE ondernemingen volgt u en hoeveel jaren analyseert u elke onderneming?

	Naam onderneming	Aantal jaren		Naam onderneming	Aantal jaren
1			**9**		
2			**10**		
3			**11**		
4			**12**		
5			**13**		
6			**14**		
7			**15**		
8			**16**		

In welke mate past u volgende analysemethoden toe in het analyseren van uw ondernemingen? OMCIRKEL 1 ANTWOORD PER ITEM.

Analysemethode	Altijd (1)	Vaak (2)	Soms (3)	Zelden (4)	Nooit (5)
Fundamentele analyse	1	2	3	4	5
Technische analyse	1	2	3	4	5
Ratio-analyse (op basis van financiële of boekhoud-kundige ratio's)	1	2	3	4	5

DEEL 2: DE KWANTITEIT EN DE KWALITEIT VAN DE INFORMATIEVERSTREKKING

In welke mate bent u akkoord met volgende stellingen. OMCIRKEL 1 ANTWOORD PER STELLING.

Stelling	Hele-maal akkoord (1)	Akkoord (2)	Neu-traal (3)	Niet akkoord (4)	Hele-maal niet akkoord (5)	Geen mening (6)
Ik ben tevreden over de huidige kwantiteit van de informatie verstrekt door de Belgische ondernemingen die ik volg.	1	2	3	4	5	6
Ik ben tevreden over de huidige kwaliteit van de informatie verstrekt door de Belgische ondernemingen die ik volg.	1	2	3	4	5	6
Ik vind dat de kwaliteit van de informatie verstrekt door Belgische ondernemingen gedurende de laatste jaren verbeterd is.	1	2	3	4	5	6
De huidige verplichte informatierapportering in België voldoet aan mijn informatiebehoeften.	1	2	3	4	5	6
Financiële informatie is belangrijker dan niet-financiële informatie.	1	2	3	4	5	6
Gedurende het laatste decennium is het belang van financiële informatie verminderd ten voordele van niet-financiële informatie.	1	2	3	4	5	6
Wetgevende instanties dienen ondernemingen de verplichting op te leggen meer informatie te rapporteren.	1	2	3	4	5	6

Indien U akkoord bent met de laatste stelling en van oordeel bent dat wetgevende instanties (bv. de CBFA) aan beursgenoteerde ondernemingen de verplichting dienen op te leggen om meer informatie te rapporteren, aan welke informatie had u gedacht?

Financiële informatie	Niet-financiële informatie

In welke mate slaagt u erin om op basis van de huidige informatieverstrekking door beursgenoteerde ondernemingen, een juiste voorspelling te maken van het bedrijfsresultaat op 1 jaar respectievelijk 1 maand voor de bekendmaking van de werkelijke resultaten? DUID PER TIJDSTIP 1 ANTWOORD AAN.

Één JAAR voor bekendmaking van de werkelijke resultaten	Eén MAAND voor bekendmaking van de werkelijke resultaten
O Tussen 90-100%	O Tussen 90-100%
O Tussen 70-90%	O Tussen 70-90%
O Tussen 50-70%	O Tussen 50-70%
O Tussen 30-50%	O Tussen 30-50%
O Tussen 10-30%	O Tussen 10-30%
O Tussen 0 en 10%	O Tussen 0 en 10%

DEEL 3: DE BELANGRIJKHEID VAN INFORMATIEBRONNEN

In de volgende tabel worden een aantal informatiebronnen opgenomen. Gelieve aan te duiden in welke mate elk van deze bronnen belangrijk is voor u in het analyseren van uw ondernemingen. OMCIRKEL 1 ANTWOORD PER ITEM.

Informatiebron	Heel belang-rijk (1)	Belang-rijk (2)	Neu-traal (3)	Niet belang-rijk (4)	Hele-maal niet belang-rijk (5)	Geen mening (6)
Jaarverslagen	1	2	3	4	5	6
Tussentijdse verslagen	1	2	3	4	5	6
Andere publicaties van de onderneming: prospectus, nieuwsbrief, persverslagen	1	2	3	4	5	6
Directe communicatie met het management	1	2	3	4	5	6
Bedrijfsbezoeken	1	2	3	4	5	6
Analistenpresentaties	1	2	3	4	5	6
De website van de onderzochte onderneming	1	2	3	4	5	6
Media (dag- en weekbladen, TV, radio)	1	2	3	4	5	6
Financiële analisten van andere beurs-vennootschappen (incl. hun analistenrapporten)	1	2	3	4	5	6
Discussies met collega's van dezelfde beurs-vennootschap	1	2	3	4	5	6
Sectorstatistieken	1	2	3	4	5	6
Macro-economische gegevens	1	3	3	4	5	6
Klanten en leveranciers	1	2	3	4	5	6
Concurrenten/ ondernemingen actief in dezelfde sector	1	2	3	4	5	6
Tips en geruchten	1	2	3	4	5	6

Het jaarverslag bestaat uit diverse onderdelen. Welk onderdeel vindt u het meest belangrijk:

.....

DEEL 4: HET GEBRUIK VAN NIET-FINANCIELE INFORMATIE

In dit onderdeel vragen wij u de mate van het gebruik van niet-financiële informatie aan te geven. Niet-financiële informatie wordt gedefinieerd als informatie die **NIET** opgenomen is in de door de onderneming gerapporteerde financiële staten. Bijvoorbeeld: met niet-financiële informatie over de evolutie van het marktaandeel wordt een beschrijving of een analyse bedoeld, geen numerische informatie.

De niet-financiële informatie wordt ingedeeld in twee rubrieken. De eerste rubriek, het algemeen deel, bevat niet-financiële informatie die niet sterk gevoelig is aan de door u gevolgde sectoren, terwijl de tweede rubriek niet-financiële informatie bevat die wel sectorgevoelig kan zijn.

A. Algemeen deel

Dit deel bevat informatie-items waarvan de mate van gebruik niet sectorgevoelig is indien u ondernemingen uit meerdere sectoren zou volgen. Gelieve in onderstaande tabel aan te duiden in welke mate u in het afgelopen jaar elk van onderstaande niet-financiële informatie-items gebruikt heeft in de analyse van ALLE ondernemingen die u gevolgd heeft. OMCIRKEL 1 ANTWOORD PER ITEM. Met de antwoordmogelijkheid 'Nooit/niet relevant' bedoelen we informatie die nooit gebruikt wordt omdat ze niet nuttig, relevant is. Met 'Nooit/niet beschikbaar' bedoelen we informatie die nooit gebruikt wordt omdat ze niet verkregen kan worden, hoewel u deze informatie zou willen bezitten.

Nr.	Informatie-item	Altijd (1)	Vaak (2)	Soms (3)	Zelden (4)	Nooit/ Niet rele-vant (5)	Nooit/ Niet be-schik-baar (6)
1	de evolutie van het marktaandeel	1	2	3	4	5	6
2	de kwaliteit van de geleverde producten/diensten	1	2	3	4	5	6
3	de vergoedingen aan werknemers	1	2	3	4	5	6
4	de productiviteit van een onderneming	1	2	3	4	5	6
5	de tijd nodig om activiteiten uit te voeren zoals productie, levering van producten of ontwikkeling nieuwe producten	1	2	3	4	5	6
6	innovatie (bv. nieuwe producten, nieuwe productieprocessen)	1	2	3	4	5	6
7	redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in het volume van verkochte goederen of de omzet	1	2	3	4	5	6
8	redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in innovatie	1	2	3	4	5	6
9	redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in de winstgevendheid	1	2	3	4	5	6
10	redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in de lange termijn financiële positie	1	2	3	4	5	6

-VERVOLG-

Gelieve in onderstaande tabel aan te duiden in welke mate u tijdens het afgelopen jaar elk van onderstaande niet-financiële informatie-items gebruikt heeft bij de analyse van ALLE ondernemingen die u gevolgd heeft. OMCIRKEL 1 ANTWOORD PER ITEM.

Nr.	Informatie-item	Altijd (1)	Vaak (2)	Soms (3)	Zelden (4)	Nooit/ Niet rele-vant (5)	Nooit/ Niet be-schik-baar (6)
11	redenen aangehaald door het management voor wijzigingen in de korte termijn liquiditeit en de financiële flexibiliteit	1	2	3	4	5	6
12	uitzonderlijke of buitengewone gebeurtenissen en het historische effect ervan op de onderneming	1	2	3	4	5	6
13	sociale trends en het historische effect ervan op de onderneming	1	2	3	4	5	6
14	demografische trends en het historische effect ervan op de onderneming	1	2	3	4	5	6
15	politieke trends en het historische effect ervan op de onderneming	1	2	3	4	5	6
16	macro-economische trends en historisch het effect ervan op de onderneming	1	2	3	4	5	6
17	de toekomstige risico's voor de onderneming	1	2	3	4	5	6
18	de toekomstige opportuniteiten voor de onderneming	1	2	3	4	5	6
19	de effecten van risico's en opportuniteiten op het toekomstige bedrijfsresultaat en op de toekomstige kasstromen	1	2	3	4	5	6
20	de activiteiten en de plannen om de bedrijfsdoelstellingen en de strategie van de onderneming te realiseren	1	2	3	4	5	6
21	de voorwaarden die volgens het management aanwezig dienen te zijn in een onderneming nodig ter realisatie van de bedrijfsdoelstellingen	1	2	3	4	5	6
22	de voorwaarden die volgens het management aanwezig dienen te zijn in de externe omgeving van de onderneming nodig ter realisatie van de bedrijfsdoelstellingen	1	2	3	4	5	6
23	de vergelijking van de werkelijke prestaties van de onderneming met eerder gerapporteerde opportuniteiten, risico's of plannen van de onderneming	1	2	3	4	5	6

-VERVOLG-
Gelieve in onderstaande tabel aan te duiden in welke mate u tijdens het afgelopen jaar elk van onderstaande niet-financiële informatie-items gebruikt heeft bij de analyse van ALLE ondernemingen die u gevolgd heeft. OMCIRKEL 1 ANTWOORD PER ITEM.

Nr.	Informatie-item	Altijd (1)	Vaak (2)	Soms (3)	Zelden (4)	Nooit/ Niet rele-vant (5)	Nooit/ Niet be-schik-baar (6)
24	nieuwe producten/diensten die in de loop van de volgende jaren op de markt gebracht worden	1	2	3	4	5	6
25	de verwachtingen inzake de groei van de onderneming	1	2	3	4	5	6
26	de evolutie van toekomstige macro-economische indicatoren (o.m. conjunctuur, wisselkoersen.) en de impact ervan op de onderneming	1	2	3	4	5	6
27	de bestuurders en het uitvoerend management	1	2	3	4	5	6
28	de belangrijkste aandeelhouders	1	2	3	4	5	6
29	het aandelenbezit van bestuurders, managers en werknemers	1	2	3	4	5	6
30	de vergoedingen aan bestuurders en aan uitvoerend management	1	2	3	4	5	6
31	transacties en relaties tussen derde partijen en de onderneming	1	2	3	4	5	6
32	onenigheid met bestuurders, auditors of bankiers niet verbonden aan de onderneming	1	2	3	4	5	6
33	de doelstellingen van de onderneming	1	2	3	4	5	6
34	de strategie van de onderneming	1	2	3	4	5	6
35	de (in)consistentie van de strategie met de belangrijkste trends die een invloed hebben op de onderneming	1	2	3	4	5	6
36	de sector waartoe de onderneming behoort	1	2	3	4	5	6
37	de algemene evolutie in de sector	1	2	3	4	5	6
38	de voornaamste producten of diensten	1	2	3	4	5	6
39	de voornaamste markten en marktsegmenten	1	2	3	4	5	6
40	het productieproces respectievelijk het dienstenproces	1	2	3	4	5	6
41	de distributie en de leveringsmethoden	1	2	3	4	5	6
42	macro-economische activiteiten	1	2	3	4	5	6
43	belangrijke contracten met klanten en leveranciers	1	2	3	4	5	6

-VERVOLG-
Gelieve in onderstaande tabel aan te duiden in welke mate u tijdens het afgelopen jaar elk van onderstaande niet-financiële informatie-items gebruikt heeft bij de analyse van ALLE ondernemingen die u gevolgd heeft. OMCIRKEL 1 ANTWOORD PER ITEM.

Nr.	Informatie-item	Altijd (1)	Vaak (2)	Soms (3)	Zelden (4)	Nooit/ Niet rele-vant (5)	Nooit/ Niet be-schik-baar (6)
44	de belangrijkste leveranciers van een onderneming	1	2	3	4	5	6
45	de mate van beschikbaarheid of schaarste van het aanbod van de geleverde goederen of diensten door leveranciers	1	2	3	4	5	6
46	de relatieve onderhandelingspositie of -macht van de leveranciers	1	2	3	4	5	6
47	de belangrijkste klanten van een onderneming	1	2	3	4	5	6
48	de spreiding van het aantal klanten van een onderneming	1	2	3	4	5	6
49	de relatieve onderhandelingspositie of -macht van klanten	1	2	3	4	5	6
50	de belangrijkste concurrenten van een onderneming	1	2	3	4	5	6
51	de intensiteit van de concurrentie	1	2	3	4	5	6
52	de concurrentiepositie	1	2	3	4	5	6
53	de instapbarrières voor nieuwe ondernemingen	1	2	3	4	5	6
54	klantloyaliteit en klantentevredenheid	1	2	3	4	5	6
55	het opleidingsbeleid voor personeelsleden	1	2	3	4	5	6
56	het expertiseniveau van het personeel	1	2	3	4	5	6
57	de kwaliteit van het management	1	2	3	4	5	6
58	de organisatiestructuur	1	2	3	4	5	6
59	het personeelsbeleid	1	2	3	4	5	6
60	de jobrotatie	1	2	3	4	5	6
61	gerealiseerde overnames	1	2	3	4	5	6
62	technologische knowhow of kennis	1	2	3	4	5	6
63	werknemerstevredenheid	1	2	3	4	5	6

B. Sectorspecifiek deel

Dit onderdeel bevat een aantal niet-financiële informatie-items die afhankelijk van de sector meer of minder gebruikt kan worden. Gelieve voor de ondernemingen die u volgt binnen de …….. sector aan te duiden in welke mate u gedurende het afgelopen elk van onderstaande niet-financiële informatie-items gebruikt heeft. OMCIRKEL 1 ANTWOORD PER ITEM

Nr.	Informatie-item	Altijd (1)	Vaak (2)	Soms (3)	Zelden (4)	Nooit/ Niet rele-vant (5)	Nooit/ Niet be-schik-baar (6)
1	het volume en de evolutie in het aantal verkochte eenheden	1	2	3	4	5	6
2	de evolutie in de verkoopprijzen	1	2	3	4	5	6
3	het volume van de gebruikte grondstoffen	1	2	3	4	5	6
4	de evolutie van de aankoopprijzen	1	2	3	4	5	6
5	wetgevende trends en het historische effect ervan op de onderneming	1	2	3	4	5	6
6	de toekomstige productiecapaciteit van de onderneming	1	2	3	4	5	6
7	de seizoen- of conjunctuurgevoeligheid van de onderneming	1	2	3	4	5	6
8	bestaande wetten of overheidsmaatregelen die een invloed hebben op de onderneming	1	2	3	4	5	6
9	de locatie en productiecapaciteit van de voornaamste productievestigingen	1	2	3	4	5	6
10	patenten, octrooien, handelsmerk of licenties	1	2	3	4	5	6
11	de belangrijkste merken van een onderneming	1	2	3	4	5	6
12	onderzoek- en ontwikkelingsprogramma's	1	2	3	4	5	6

We danken u hartelijk voor het invullen van de vragenlijst!

Indien u opmerkingen heeft aangaande deze vragenlijst, gelieve deze op de volgende bladzijde te vermelden.