

De verboden lijst

Eurydice Amstelveen, Erik van Dijk, André Dorsman en Hans Kuijl

SAMENVATTING Op verzoek van één van de vier grootste accountantskantoren hebben de auteurs van dit artikel de probleemstelling *'Hoe een juiste portefeuillestrategie in werking te stellen zonder aan rendement in te boeten uitgaande van een beperkt investerings- (of beleggings)universum'* uitgewerkt. In het kader van dit onderzoek hebben de auteurs de beschikking gekregen over 'de verboden lijst' van dit accountantskantoor, een lijst waarop alle cliënten staan waarvoor het kantoor werkzaamheden verricht. Medewerkers worden geacht niet in deze ondernemingen te beleggen.

Aanleiding voor het schrijven van dit artikel was de inflexibiliteit waarmee men in de accountancy te kampen heeft. Dit als gevolg van de lijst met verboden ondernemingen waardoor openbare accountants in hun particuliere beleggingsmogelijkheden voor wat betreft de categorie aandelen beperkt worden.

Dit artikel is relevant voor accountantskantoren, hun personeel en hun leidinggevend. In dit artikel worden enerzijds enkele vragen gesteld bij de absoluteheid van de verboden lijst en anderzijds wordt gewezen op alternatieven die minder ver gaan dan een totaalverbod, maar toch garanties bieden om de onafhankelijkheid van de accountant te waarborgen.

Mw. drs. E.E. Amstelveen is Sr. Portfolio Manager bij Compendeon, drs. H.L.L. van Dijk is Chief Investment Officer & Partner bij Compendeon, prof. dr. A.B. Dorsman is hoogleraar aan de Business Universiteit Nyenrode en tevens verbonden aan de Vrije Universiteit Amsterdam en prof. dr. J.G. Kuijl is hoogleraar Bedrijfseconomie aan de Universiteit Leiden. Dit artikel is een verkorte weergave van de working paper n2.07.01 'Investment implications of a restricted universe: "the forbidden list" in accounting forms'. De working paper kan worden opgevraagd bij Nyenrode Research Group (NRG).

1 Inleiding

De laatste jaren zien wij een toenemende aandacht voor zaken als corporate governance en misbruik van voorwetenschap (zie onder andere Bartman, 2004, De Groot, 2006, Van Leeuwen, 2003 en Sampers, 2005). Zo heeft ASML begin 2006 een persconferentie niet door laten gaan omdat het gevaar bestond dat misschien koersgevoelige informatie bekend zou worden gemaakt en de Autoriteit Financiële Markten (AFM) hierin een aanleiding zou zien om in te grijpen. De AFM had immers al eerder de handel in aandelen Getronics stilgelegd nadat Wagenaar, voorzitter van de Raad van Bestuur, een gesprek met journalisten had gevoerd waarin volgens de AFM zaken aan de orde kwamen die door middel van een persbericht openbaar hadden moeten worden gemaakt. De vermogensmarkten staan dus onder toenemend toezicht, zoals onder andere blijkt uit Plantinga e.a. (2005). Ook externe accountants zijn onderworpen aan dit toenemend toezicht (zie o.a. Langendijk, 2002 en Langendijk, 2004).

Van algemene bekendheid is dat, ter voorkoming van misbruik van voorwetenschap, partners van accountantskantoren beperkingen worden opgelegd met betrekking tot hun privé-beleggingen. Deze beperkingen, die de zakelijke relaties met bijbehorende dochterondernemingen betreffen en die men dus niet in ogenschouw mag nemen bij het samenstellen van de beleggingsportefeuille, staan op een lijst vermeld, de zogenoemde 'verboden lijst'. In het kader hiervan valt de mogelijkheid om in aandelen te beleggen voor de partners van accountantskantoren dus grotendeels weg, aangezien zij wereldwijd cliënten hebben. Echter, blijkens empirisch onderzoek, dat toegespitst is op de lange termijn (zie o.a. Damodaran, 2001), is het rendement op aandelen gemiddeld ongeveer tien tot twaalf procent per jaar en daarmee hoger dan dat van veel alternatieve beleggingen. Ook als men corrigeert voor risico (bijvoorbeeld door middel van de Sharpe

ratio) is het rendement op aandelen positief en volgens Damodaran (2001, hoofdstuk 3) varieert de 'equity risk premium' op de lange termijn van drie tot vier procent per jaar voor ontwikkelde markten en tot zeven en acht procent per jaar voor markten in ontwikkeling. Het kan derhalve dus zeer nadelig zijn om alle aandelenbeleggingen uit te sluiten.

In de literatuur is veel geschreven over de *equity risk premium puzzle* (zie onder andere Fama en French, 2002; Grant en Quiggin, 2006; Lim, Massoumi en Martin, 2006; Lungu en Minford, 2006; Mehra en Presscott, 1985; Nobes en Parker, 2002; en Rietz, Mehra en Presscott, 1988). De puzzel betreft de constatering dat deze premium hoger is dan men op grond van de theorie zou mogen verwachten. Wij beperken ons in dit artikel tot de constatering dat er een equity risk premium is. De financiële positie van de accountant is meestal dusdanig dat de accountant in het verwachte opbrengst-risicoscenario een bepaalde hoeveelheid risico kan lopen, waardoor beleggen in aandelen voor de accountant een goed alternatief is. Een verbod op beleggen in aandelen beperkt de accountant in zijn mogelijkheden om bij het door hem gewenste risiconiveau de juiste beleggingen te selecteren.

Dit probleem is niet nieuw. Begin jaren zeventig fuseerde Klijnveld Kraayenhof & Co met een ander, qua omzet en aantal werknemers iets minder groot kantoor. Klijnveld Kraayenhof & Co hanteerde zeer stringent de tot dan toe gehanteerde verboden lijst. Vennoten van het overgenomen kantoor moesten dan ook binnen enkele maanden hun beleggingen in de aandelen van de ondernemingen die op deze lijst stonden, vervreemden. Men gaf hieraan gehoor en deze beleggingen werden omgezet in aandelen van een beleggingsfonds. Deze procedure was nog maar net afgerond toen Klijnveld Kraayenhof & Co de accountantswerkzaamheden voor dit beleggingsfonds op zich nam, waardoor dit beleggingsfonds ook op de verboden lijst werd geplaatst. De vennoten van het overgenomen kantoor moesten binnen een halfjaar voor de tweede keer hun aandelenbeleggingen noodgedwongen verzilveren.¹

Rekeninghoudende met de beperkingen waarmee accountants te kampen hebben, kunnen derhalve drie mogelijkheden worden onderscheiden, te weten:

- 1 een totaalverbod op beleggen in aandelen;
- 2 een verbod op beleggen in aandelen, waarbij het beleggen in beleggingsfondsen wel is toegestaan;
- 3 beleggen in aandelen alleen verbieden voor ondernemingen waarvoor het kantoor werkzaamheden verricht (de verboden lijst).

In dit artikel wordt gezien in hoeverre het werken met verboden lijsten (mogelijkheid 3) een alternatief is voor een totaalverbod op beleggingen in aandelen (mogelijkheid 1).

Het werken met verboden lijsten is niet beperkt tot accountantskantoren. Zo kent men dit verschijnsel ook bij:

- hedge funds;
- vastrentende waarden (Shariyah-gebaseerde beleggingen; dit betreft beleggingen toegespitst op de Islamitische wet- en regelgeving met als kenmerk dat men in bepaalde sectoren niet mag beleggen, zoals bijvoorbeeld in de sigaretten- en wapenindustrie);
- speculatieve fondsen met een rating lager dan BB.

In de financieringstheorie geldt dat uitbreiding van het aantal beleggingsmogelijkheden kan leiden tot een betere, in ieder geval niet slechtere verwachte rendement-risicoverhouding van de beleggingsportefeuille. Analooog geldt dat beperkingen ten aanzien van aandelenbeleggingen kunnen leiden tot een lagere verwachte rendement-risicoverhouding. Dit betekent dat het werken met verboden lijsten een negatieve invloed op de verwachte waarde- risicoverhouding zou kunnen hebben.

Een van de 'big four' kantoren (KPMG) heeft ons zijn 'verboden lijst' voor onderzoeksdoeleinden ter beschikking gesteld.² Partners van dit kantoor mogen niet beleggen in de fondsen die op deze lijst staan vermeld. Interessant is te zien hoe in diverse landen met deze lijst wordt omgegaan. Voorts is het relevant te weten in hoeverre de beperking van de beleggingsmogelijkheden de verwachte rendement-risicoverhouding beïnvloedt.

In paragraaf 2 analyseren wij de verboden lijst. Een verslag van het empirisch onderzoek naar de gevolgen van de beperkingen, voortvloeiende uit de verboden lijst op de verwachte rendement-risicoverhouding van de beleggingsportefeuille, is opgenomen in paragraaf 3. Het artikel wordt afgesloten met paragraaf 4 waarin een samenvatting en de conclusies waartoe ons onderzoek heeft geleid, zijn opgenomen.

2 De verboden lijst en de accountants

KPMG heeft ons een lijst met 33.500 namen van beursgenoteerde ondernemingen/cliënten ter beschikking gesteld waar partners van KPMG noch direct noch via een pensioenplan in mogen beleggen om daarmee handel met voorkennis te vermijden. Een strikte strategie zou zijn om helemaal niet in aandelen te beleggen. Echter, met de relatief lage rente op dit

moment zijn de alternatieve opbrengsten van een dergelijke strategie beperkt. Binnen de accountantskantoren neemt onder de partners dan ook de wens toe om de hantering van mogelijkheid 1, om helemaal niet in aandelen te mogen beleggen, te vervangen door een minder stringente eis.

De wijze van verslaggeving verschilt per land. Omdat we de laatste jaren een tendens zien dat een aantal landen – met name IFRS-toepassers – in dezen naar elkaar toe groeien, zien we ons genoodzaakt om in dit onderzoek verschillende groepen verslaggevingregels te onderscheiden om te bezien óf en in hoeverre verschillen in deze presentatie van invloed op het te behalen rendement zijn. Wij onderscheiden:

- landen die US GAAP (= General Accepted Accounting Principles) toepassen;
- landen die IFRS (= International Financial Reporting Standards) toepassen;
- overige landen die lokale, niet-internationaal erkende verslaggevingsregels toepassen.

Een argument voor dit onderscheid is vanwege het feit dat de verwerking volgens US GAAP, IFRS of andere meer ‘tax-based’ systemen nogal wat verschillen qua winst- en vermogensrepresentatie tot gevolg kan hebben.

Daarnaast hanteren we een splitsing in Europa en VS met verdere onderverdeling naar de onderscheiden

verslaggevingsregels. Van oudsher was de verslaggeving volgens US GAAP ‘rule-based’, terwijl het zeer verdeelde Europa meer ‘principle-based’ was georiënteerd, met overigens grote divergenties. IFRS neemt een tussenpositie in, wel veel meer ‘rule based’ dan bijvoorbeeld de Nederlandse wet- en regelgeving, maar nog niet – qua mate van gedetailleerdheid – zelfs maar een benadering van de op US GAAP gebaseerde regelgeving.

In deze paragraaf bezien wij de betekenis op twee belangrijke indices, namelijk de MSCI³ World, bestaande uit 1656 aandelen en de MSCI Emerging Market Index, bestaande uit 726 aandelen. Laten wij hier de KPMG-filter op los, dan ontstaan aangepaste indices met respectievelijk 1134 en 626 aandelen. Deze aangepaste indices zullen wij met KPMG-W en KPMG-EM aanduiden. Rekening houdende met de eerder genoemde driedeling naar wijze van verslaggeving komen wij tot de volgende groepen, opgenomen in onderstaande overzicht.

Wij willen voor iedere world (sub)-index het rendement vergelijken met dat van de bijbehorende KPMG-index. Eventuele verschillen zouden kunnen worden verklaard doordat deze indices qua samenstelling verschillen naar bedrijfstak en naar land.

Uit deze tabel blijkt dat bij de MSCI World-lijst van

Overzicht 1 Groepsindeling

A. MSCI		B. KPMG	
1. World	• US GAAP • IFRS • Other	3. World	• US GAAP • IFRS • Other
2. Emerging Markets	• US GAAP • IFRS • Other	4. Emerging Markets	• US GAAP • IFRS • Other

Tabel 1 aantallen ondernemingen per index

		US GAAP	IFRS	Overig	Totaal
MSCI	W	517	707	432	1656
	EM	1	237	488	726
	Totaal	518	944	920	2382
KPMG	W	381	465	288	1134
	EM	1	207	418	626
	Totaal	382	672	706	1760

de 1656 ondernemingen uit de ontwikkelde markten na filtering 73,9 procent (= 1134 / 1656) overblijft. Bij de emerging markets is dit 86,2 procent (= 626 / 726). Blijkbaar is KPMG relatief oververtegenwoordigd in de ontwikkelde markten en ondervertegenwoordigd in de Emerging Markets.

Vervolgens is bezien of de verdeling over de 35 bedrijfstakken - deze verdeling is gebaseerd op de bedrijfstakindeling zoals Datastream die hanteert - tussen de MSCI-indices en de (gefilterde) KPMG-indices afwijkt. Dit is zowel gedaan op totaalniveau als voor de drie sub-indices (onderverdeling van de totale groep naar US GAAP, IFRS en Overig).⁴ Opvallend is dat KPMG een ondervertegenwoordiging bij de banken laat zien, terwijl doorgaans de opvatting is dat KPMG juist in deze sector sterk vertegenwoordigd is. Bij nadere analyse blijkt dat KPMG sterk vertegenwoordigd is bij de *grote* banken. De kleinere banken prefereren blijkbaar een ander accountantskantoor. Mogelijke overwegingen daarbij zijn dat men te kampen heeft met problemen aangaande *inside information*⁵ of het kostenaspect. Dit laatste zou kunnen worden veroorzaakt door de aanwezigheid van meer gespecialiseerd en/of duurder personeel bij KPMG.

Bezien wij de indeling naar landen, dan blijkt dat het accountantskantoor in kwestie over- en ondervertegenwoordigd is in de Verenigde Staten, respectievelijk in Australië en Duitsland. Er zijn twee verklaringen voor de oververtegenwoordiging in de Verenigde Staten. Ten eerste is dit land een belangrijke thuishaven van KPMG.⁶ Ten tweede geldt dat de Verenigde Staten, in termen van marktwaarde, een dominant aandeel hebben in de MSCI-W, en bovendien wellicht de meest stringente controle-eisen kent, opgelegd door de Securities and Exchange Commission (SEC) en andere toezichthoudende organen. Deze stringenter eisen betekenen een grotere vraag naar accountantsdiensten op een hoger niveau, hetgeen voordeliger uitpakt voor de 'big four' accountantskantoren.⁷

Zoals al eerder aangehaald, is KPMG ondervertegenwoordigd in de Emerging Markets. KPMG heeft een marktaandeel van 14 procent in deze markt, hetgeen substantieel lager is dan het marktaandeel van 31 procent in de developed markets. Blijkbaar maken de minder stringente toezichteisen in deze opkomende landen thans een beroep op hooggekwalificeerde accountantscontrole van de 'big four' nog minder noodzakelijk. Voorts geldt dat in deze landen veel ondernemingen in handen zijn van families, waar-

door dit beroep eveneens minder groot is.

Door de toenemende globalisering zullen ook deze economieën steeds meer in de wereldeconomie integreren, waardoor de vraag naar hooggekwalificeerde accountantscontrole uitgevoerd door de 'big four' zal toenemen.

KPMG blijkt in de Emerging Markets ondervertegenwoordigd te zijn in de sectoren banken en chemische industrie. De desbetreffende ondernemingen zijn aldaar relatief vaak gedeeltelijk in overheidshanden. Het is aannemelijk dat in die gevallen de voorkeur uitgaat naar een lokaal accountantskantoor. Voorts blijkt KPMG oververtegenwoordigd te zijn bij de nutsbedrijven, welke oververtegenwoordiging geheel valt toe te schrijven aan elektriciteitsbedrijven. Een verklaring hiervoor zou kunnen zijn dat bij deze bedrijven de laatste jaren grensoverschrijdende fusies en overnames hebben plaatsgevonden, waardoor eerder een beroep op een internationaal opererend 'big four' accountantskantoor werd gedaan.

Voorts blijkt dat KPMG bij de emerging markets ondervertegenwoordigd is in de landen Israël en Zuid-Afrika.

US GAAP

Beperken wij ons tot de US GAAP-ondernemingen, dan blijkt ook hier dat KPMG ondervertegenwoordigd is bij de banken. Ook binnen de sectoren 'andere financiële ondernemingen' en 'gezondheidszorg' is sprake van een ondervertegenwoordiging. Een oververtegenwoordiging is te vinden in de sector 'nutsbedrijven'. Al met al wijkt het beeld bij de US GAAP-fondsen niet veel af van dat bij alle ondernemingen.

Beperken wij ons tot de emerging markets, dan is er maar één onderneming (uit Peru) die in het bestand is opgenomen. Analyse is daarom vanwege een te kleine steekproef achterwege gelaten.

Het KPMG-marktaandeel bedraagt ongeveer 25 procent in de US GAAP groep.

IFRS

Het beeld dat bij de analyse van IFRS-ondernemingen ontstaat is iets afwijkend van het vooraangaande. Bovendien is het aantal landen uit onze database dat IFRS gebruikt groter dan het aantal landen dat uitgaat van US GAAP. KPMG is met een marktaandeel van 34 procent bij de IFRS-landen iets oververtegenwoordigd. Bij de IFRS-landen wordt ook hier een ondervertegenwoordiging bij de bankensector geconstateerd. Voorts zien wij bij de landenanalyse een

oververtegenwoordiging in het Verenigd Koninkrijk, Spanje en Italië en een (reeds eerder gemelde) ondervertegenwoordiging in Australië en Duitsland.

Ook bij de emerging markets is het aantal landen in ons bestand dat IFRS-grondslagen hanteert groter dan het aantal landen dat US GAAP (alleen Peru) toepast. Ook hier kwam weer de ondervertegenwoordiging bij de bankensector naar voren. Daarnaast werd ook bij de voedingsmiddelenindustrie een ondervertegenwoordiging vastgesteld. Bij de landenanalyse kwam naar voren dat KPMG in Zuid-Afrika is ondervertegenwoordigd, terwijl het in de Filippijnen en Hong Kong juist is oververtegenwoordigd.

Bij de analyse van de 'overige landen' werd geen afwijkend beeld gevonden. KPMG is oververtegenwoordigd in Japan en Zwitserland en ondervertegenwoordigd in Canada. De afwijkingen waren echter beperkt.

Onze algemene conclusie bij de analyse van onze data is dat de afwijkingen tussen de MSCI-indices en de KPMG-indices relatief klein zijn. Het maakt weinig uit of wij de analyse op de 'developed markets' of op de 'emerging markets' toepassen. Dit betekent dat bij toepassing van de gefilterde KPMG-indices geen significante afwijkingen zullen ontstaan ten opzichte van de MSCI-indices voor wat betreft de land- en sectorstructuur. In paragraaf 3 is dan ook alleen een analyse van de totale dataset opgenomen. Wel geldt dat door toepassing van de filter 30 procent van de ondernemingen in de 'developed markets' en vijftien tot twintig procent van de 'emerging markets' worden verwijderd. Aangezien het aantal overblijvende ondernemingen (1760 in totaal) groot is, lijkt dit verschil geen bezwaar te zijn.

In beschouwing nemend dat in diverse landen het aantal opgenomen ondernemingen klein is (waarbij de koers van een enkele onderneming een substan-

tiële invloed heeft op de hoogte van de index), lijkt ons misbruik van een indexgerelateerde strategie in potentie aanwezig. De creatie van een gespecialiseerd beleggingsproduct is dan ook zeer aan te raden en, zoals uit ons onderzoek blijkt, zeer wel mogelijk.

3 Onderzoekresultaten

Rekening houdend met de potentiële beperkingen die aan KPMG-partners worden opgelegd, hanteerden wij een passieve 'buy-and-hold' strategie voor zowel de 'developed markets' als de 'emerging markets'. Wij zijn daarbij van gelijkgewogen rendementen uitgegaan. Evenals in paragraaf 2 hebben wij zowel de KPMG-index als de subindices vergeleken met die van MSCI. De beschouwde periode loopt van december 1994 tot en met maart 2005.

In tabel 2 zijn de gemiddelde maandrendementen (in US-dollars gemeten voor de periode december 1994 tot en met maart 2005) voor de diverse indices en subindices weergegeven.^{8,9}

Uit tabel 2 blijkt dat voor de 'developed markets' de KPMG-indices een hoger rendement behaalden dan de vergelijkbare MSCI-indices tegen een bovendien iets lager risiconiveau (zie *standaarddeviaties* in tabel 2). Het verschil is significant op het niveau van één procent. Bij de 'emerging markets' ging het gelijk op met als kritische noot dat in de categorieën 'IFRS' en 'Other' de KPMG-rendementen aanzienlijk lager uitvielen tegen een bovendien hoger risiconiveau dan dezelfde MSCI-subgroepen. Gedurende de onderzoeksperiode werd de aandelencategorie 'Emerging Markets' door Westerse beleggers 'ontdekt'.¹⁰ Deze beleggers konden met hun nettovraag hoofdzakelijk terecht bij de grotere ondernemingen binnen deze categorie, als gevolg waarvan zich een positief 'size-effect' manifesteerde. Juist ook in deze subcategorie van allergrootste ondernemingen binnen de 'Emerging Markets' had KPMG haar klanten. Als

Tabel 2 Rendementen en risico's () per strategie

		US GAAP	IFRS	'Other'	Totaal
MSCI	W	1,49% (4,55%)	1,23% (4,26%)	0,62% (5,54%)	1,15% (3,98%)
	EM		1,02 % (6,79%)	0,97% (6,84%)	0,99% (5,80%)
KPMG	W	1,50% (4,56%)	1,27% (4,42%)	0,71% (5,37%)	1,20% (4,00%)
	EM		0,53% (7,75%)	0,08% (5,95%)	1,23% (6,85%)

gevolg hiervan, én als gevolg van de in dit geval nadelige gelijkgewogen methodiek (in vergelijking met waardeweging), deed de KPMG-EM-sample het wel minder goed.

In tegenstelling tot onze verwachting zijn de gemiddelde jaarrendementen van de KPMG-index voor de 'Developed Markets-sample' hoger dan die voor de MSCI World-index. Volgens de theorie zou een beperking van het aantal fondsen juist een negatief of neutraal effect op het rendement moeten hebben.¹¹

Bovendien kan aan de hand van de Sharpe ratio's in tabel 3 afgeleid worden dat de beperking die de verboden lijst met zich meebrengt, uiteindelijk de verwachte rendement-risicoverhoudingen niet negatief beïnvloed heeft en in met name de World-categorie zelfs iets is verbeterd.¹²

Voor ons onderzoek is niet zozeer deze conclusie van belang als wel de conclusie dat toepassing van een 'verboden lijst'-filter in dit geval geen negatief effect heeft op het rendement, vergeleken met het effect van de bredere marktindex.

4 Samenvatting en conclusie

Op grond van de in dit artikel onderzochte probleemstelling *'Hoe een juiste portefeuillestrategie in werking te stellen zonder aan rendement in te moeten gaan op de beperkt investerings- (of beleggings)universum'* is onze conclusie dat voor de beschouwde periode de KPMG-indices het zeker niet slechter deden dan de vergelijkbare MSCI-indices. Het hanteren van een verboden lijst heeft geen negatieve invloed op de beleggingsresultaten. Draconische maatregelen om partners van accountantskantoren te verbieden in aandelen te beleggen, gaan te ver en kunnen in de huidige tijd met een relatief lage rentestand zeer nadelig uitpakken. Bij een dergelijke maatregel kunnen partners uitwijken naar andere beleggingsmogelijkheden met een hoog risiconiveau, zoals beleggingen in kunst. Ten tweede kan een dergelijk

verbod tot negatieve secundaire arbeidsvoorwaarden leiden. Om dat te compenseren zal een substantieel hoger salaris moeten worden geboden, dat in de fees zou moeten worden doorberekend. Dit betekent dat klanten van accountantskantoren met een dergelijk verbod de rekening zullen moeten betalen.

In het huidige tijdsgewricht is het creëren van op maat gesneden beleggingsproducten eerder regel dan uitzondering. Wij menen dat partners van accountantskantoren (en andere werknemers bij accountantskantoren die te maken hebben met de verboden lijst) gezamenlijk een dusdanig belangrijke groep zijn, dat daarvoor een toegesneden oplossing moet kunnen worden gevonden. Bij deze oplossing is niet zozeer de groep zelf graadmeter, maar het kunnen fungeren als middel om potentiële handel door ingewijden te vermijden. In dit artikel is aangegeven dat ondanks een beperking in de beleggingsmogelijkheden goede verwachte rendement-risicoprofielen kunnen resulteren.

Voorts hebben wij onderzocht of het gehanteerde accountingsysteem een significante factor is. Wij maakten daartoe onderscheid in US GAAP, IFRS en 'overige systemen'. Uit ons onderzoek blijkt dat onze conclusie (zoals verwoord in de vorige alinea) geldt onafhankelijk van het gehanteerde accountingsysteem.

Zoals aangegeven beschikken wij alleen over de 'verboden lijst' van KPMG. Onze conclusies zijn dan ook alleen op die lijst gebaseerd. Verder onderzoek zou kunnen plaatsvinden door ook de 'verboden lijsten' van andere kantoren te analyseren. Een andere mogelijkheid voor verder onderzoek is de splitsing van de onderzochte periode in deelperioden om zodoende te analyseren of er een ontwikkeling in de tijd is waar te nemen. ■

Tabel 3 Sharpe ratio's

		IFRS	US GAAP	Other
MSCI	World	0,748	0,898	0,194
	Emerging Markets	0,362		0,334
KPMG	World	0,752	0,904	0,258
	Emerging Markets	0,098		-0,134

Literatuurlijst

- Amstelveen, E.E., H.L.L. van Dijk, A.B. Dorsman, en J.G. Kuijl (2006), Investment Implications of a restricted Universe: The Forbidden List in Accounting Firms, working paper gepresenteerd op het jaarlijkse seminar van de Multinational Finance Society (Rutgers University), Edinburgh.
- Bartman, S.M. (2004), De Code-Tabakblat; een juridisch lichtgewicht, *Ondernemingsrecht*, pp. 123-126.
- Damodaran, A. (2001), *The Dark Side of Valuation*, Prentice-Hall, New Jersey.
- Fama, E.F. en K.R. French (2002), The equity premium, *Journal of Finance*, vol. 57, no. 2, pp. 637-659.
- Grant, S. en J. Quiggin (2006), The risk premium for equity: implications for resource allocation, welfare and policy, *Australian Economic papers*, vol. 45, no. 3, pp. 253-268.
- Groot, C. de (2006), Risicomanagement en risicoverslaggeving tegen de achtergrond van corporate governance, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jg. 80, nr. 1/2, pp. 64-71.
- Langendijk, H.P.A.J. (2002), Lernout & Hauspie Speech Products NV: a case involving manipulation of financial statements by fraud, Breukelen: Nijenrode Press, nr. 4.
- Langendijk, H.P.A.J. (2004), Parmalat Finanziaria S.p.A.: a case of manipulating financial statements through fraud, Breukelen: Nijenrode Press, nr. 7.
- Leeuwen, O.C. van (2003), Sarbanes Oxley en Tabaksblat: dat valt tegen!, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jg. 77, nr. 7/8, pp. 324-325.
- Lim, G.C., E. Maasoumi, en V.L. Martin (2006), A reexamination of the equity-premium puzzle: a robust non-parametric approach, *North American Journal of Economics and Finance*, vol. 17, no. 2, pp. 173-189.
- Lungu, L. en P. Minford (2006), Explaining the equity risk premium, *The Manchester School*, Manchester, vol. 74, no. 6, pp. 670-700.
- Mehra, R. en E.C. Prescott (1985), The equity premium: a puzzle, *Journal of Monetary Economics*, vol. 15, no. 2, pp. 145-161.
- Nobes, C. en R. Parker (2002), *Comparative International Accounting*, 7th ed, Financial Times Prentice Hall, New Jersey.
- Plantinga, A., M. Statman, en F.M. Tempelaar (2005), 'Eerlijk spel bij handelen in aandelen', *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jg. 79, no. 12, pp. 637-646.
- Rietz, T.A., R. Mehra, en E.C. Prescott (1988), The equity risk premium: a solution, *Journal of Monetary Economics*, vol. 22, no. 1, pp. 119-136.
- Sampers, P.A.M. (2005), Het 'in control statement', Eerste aanzet tot bestuursverklaring inzake interne beheersing voor Nederlandse beursfondsen, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jg. 79, nr. 7/8, pp. 361-369.

Noten

- 1 Met dank aan Prof. J.H. Blokdijk RA die, tijdens de presentatie van dit onderzoek op de CANN (Center for Accountancy Research NIVRA-Nyenrode), de onderzoeksgroep van NIVRA-Nyenrode, dit voorbeeld naar voren bracht.
- 2 Onderzoekers en hun werkgevers hebben op dit terrein geen zakelijke relatie met KPMG.

- 3 Morgan Stanley Capital Information, MSCI World Index is een 'free float-adjusted market capitalization index' die is ontworpen om wereldwijd aandelenkoersen van ontwikkelde markten te volgen. Onder een free float-adjusted index wordt een index verstaan waarbij de in de index opgenomen fondsen worden gewogen naar marktwaarde van het aantal uitstaande en vrij verhandelbare aandelen. Er wordt bij deze weging gecorrigeerd voor aandelen die in vaste handen zijn.
- 4 De analyse is ook uitgevoerd in een variant waarbij de index en subindices zijn gesplitst naar developed markets (W) en emerging markets (EM).
- 5 In die zin dat men niet de accountant wenst te gebruiken die ook al door de grote concurrent wordt ingehuurd.
- 6 Dit geldt overigens ook voor PricewaterhouseCoopers (PWC), Deloitte en Ernst & Young, de andere drie accountantskantoren van de "big four".
- 7 Deze analyse is ook uitgevoerd voor de Emerging markets indices, MSCI-EM en KPMG-EM.
- 8 In de tabel is de vergelijking MSCI-EM en KPMG-EM voor US GAAP weggelaten omdat het slechts één waarneming betreft.
- 9 De vermelde rendementen zijn nettorendementen, dat wil zeggen na aftrek van transactiekosten; standaarddeviaties zijn tussen haken neergezet. Voor de transactiekostenbepaling is voor de "developed markets" 12 basispunten (0,12%) en voor de "emerging markets" 75 basispunten (0,75%) genomen voor een 'one-way' transactie. Portfolio rebalancing vindt maandelijks plaats. Voorts zijn de management fee's gesteld op 5 basispunten per maand (0,05%) voor de "developed markets" en 20 basispunten (0,20%) voor "emerging markets". Dat laatste lijkt misschien hoog, maar het betreft hier een strategie voor particulieren.
- 10 Om de effecten van deze ontdekking te zien, zouden wij de perioden in deelperioden moeten opknippen en vervolgens de verschillen tussen de deelperioden analyseren. In deze bijdrage hebben wij daarvan afgezien.
- 11 Een mogelijke verklaring zou kunnen zijn dat de KPMG-indices gelijkgewogen zijn samengesteld en de MSCI indices niet.
- 12 De gegevens met betrekking tot de US GAAP clusters ontbreken in zowel tabel 2 als 3, vanwege de vertegenwoordiging van de desbetreffende groep door slechts één Peruaans bedrijf.