



Bachelorscriptie Economie en Bedrijfseconomie

Waarderelevantie van de geconsolideerde jaarrekening IFRS 10 ten opzichte van IAS 27

ABSTRACT

De meeste ondernemingen genoteerd aan de Europese aandelenmarkten hebben een of meer groepsmaatschappijen, als gevolg waarvan ze zowel een enkelvoudige als een geconsolideerde jaarrekening op moeten stellen. IFRS 10 is voor deze ondernemingen de standaard voor de opstelling van de geconsolideerde jaarrekening. Deze standaard is op 1 januari 2013 ingevoerd ter vervanging van IAS 27, waarna de standaard op 1 januari 2014 verplicht van toepassing is geworden in de EU. In deze scriptie wordt onderzocht wat het effect is geweest van de invoering van IFRS 10 op de absolute en incrementele kwaliteit (waarderelevantie) van de geconsolideerde verslaggeving voor ondernemingen behorende tot de AEX. Deze scriptie hanteert een empirische relatie-onderzoeksmethode. In verschillende regressiemodellen zijn de associaties tussen de aandelenprijzen, de boekwaarde van het eigen vermogen per aandeel en de nettowinst per aandeel, de laatste twee op zowel geconsolideerd als enkelvoudig niveau, uitgedrukt. Door de verklarende kracht van deze modellen te vergelijken in de periodes 2012-2013 (IAS 27) en 2014-2016 (IFRS 10), is een conclusie verkregen over de al dan niet toegenomen kwaliteit. De slotsom is dat enerzijds de absolute kwaliteit van de geconsolideerde jaarrekening is toegenomen, maar anderzijds de incrementele kwaliteit licht is afgenomen. Op het gebied van waarderelevantie maakt IFRS 10 dus nog niet alle verwachtingen waar.

Merle Winkelhorst

414001

Begeleider: Drs. R. van der Wal RA

Tweede lezer: Drs. T.P.M. Welten

22 augustus 2017

Inhoudsopgave	
Hoofdstuk 1 Introductie	4
1.1 Inleiding	4
1.2 De redenen voor de nieuwe standaard	4
1.3 De nieuwe standaard	6
1.4 Onderzoeksvraag en deelvragen	6
1.5 Relevantie	7
1.6 Methodologie	8
1.7 Conclusie	8
1.8 Structuur	8
Hoofdstuk 2 Consolidatieplicht onder IFRS 10	9
2.1 Inleiding	9
2.2 Algemene uitgangspunten voor consolidatie	9
2.3 Macht over de deelneming	10
2.3.1 Relevante activiteiten	10
2.3.2 Bestaande rechten	11
2.4 Blootgesteld aan of gerechtigd tot de variabele opbrengsten	15
2.5 Mogelijkheid om macht te gebruiken om de opbrengsten te beïnvloeden	15
2.6 Samenvatting	16
Hoofdstuk 3 De belangrijkste verschillen tussen IFRS 10 en IAS 27	17
3.1 Inleiding	17
3.2 De nieuwe definitie van control	17
3.3 Vermindering van bright lines	19
3.4 Verbeterde toelichtingseisen IFRS 12	21
3.5 Samenvatting	21
Hoofdstuk 4 Waarderelevantie	22
4.1 Inleiding	22
4.2 Paper Barth, Beaver en Landsman	22
4.3 Het Ohlson-model	25
4.4 Paper Müller	28
4.5 Samenvatting	29

Hoofdstuk 5 Data	30
Hoofdstuk 6 Methodologie	31
Hoofdstuk 7 Resultaten	34
Hoofdstuk 8 Conclusie en discussie	37
Bibliografie	41
Bijlage 1	44

Hoofdstuk 1 Introductie

1.1 Inleiding

Ondernemingen met een of meer groepsmaatschappijen zijn in beginsel op grond van nationaal recht verplicht om een geconsolideerde jaarrekening op te stellen. Een geconsolideerde jaarrekening verschaft investeerders en andere gebruikers informatie over de financiële positie van een groep alsof het een economische entiteit is (EY, 2016). Het samenstellen van de geconsolideerde balans en de geconsolideerde winst-en verliesrekening is een omvangrijk aggregatieproces. Allereerst stellen alle afzonderlijke ondernemingen een enkelvoudige balans en winst-en verliesrekening op. Daarna worden deze op een bepaalde wijze samengevoegd. Gebruikers van financiële verslaggeving kunnen dan volstaan met het bestuderen van een enkele jaarrekening, in plaats van alle afzonderlijke jaarrekeningen te moeten bestuderen (Blommaert & Kamp, 2015). Nederlandse ondernemingen die genoteerd zijn aan een gereguleerde markt, zijn op grond van een verordening van de Europese Unie verplicht hun geconsolideerde jaarrekening op te stellen volgens IFRS-normen¹.

IFRS 10 *Consolidated Financial Statements* is de huidige standaard voor de geconsolideerde jaarrekening. Deze standaard werd in mei 2011 geïntroduceerd door de International Accounting Standards Board. De standaard is effectief voor jaarlijkse perioden die beginnen op of na 1 januari 2013 (EY, 2016). Het doel van IFRS 10 is de vereisten voor de voorbereiding en presentatie van de geconsolideerde jaarrekening uiteen te zetten. IFRS 10 vereist dat een investor² de entiteiten waarover deze control uitoefent, consolideert.

IFRS 10 is de opvolger van IAS 27 en SIC-12. IAS 27 *Consolidated and Separate Financial Statements* werd oorspronkelijk ingevoerd in 1989 en was effectief vanaf 1 januari 1990. IAS 27 werd in 2011 opgevolgd door IAS 27 *Separate Financial Statements* en IFRS 10 *Consolidated Financial Statements*. De richtlijnen voor de opstelling van de enkelvoudige jaarrekening zijn dus behouden gebleven in IAS 27. SIC-12 *Consolidation – Special Purpose Entities* was effectief vanaf 1 juli 1999 en bevatte specifieke richtlijnen omtrent de consolidatie van special purpose entities. Deze interpretatie is door de implementatie van IFRS 10 komen te vervallen.

1.2 De redenen voor de nieuwe standaard

De introductie van IFRS 10 was niet zonder reden. Er is sinds 2000 veel te doen geweest over de consolidatie van groepsmaatschappijen. In een artikel in het Financieel Dagblad stelt Van Beest (2011a) dat de nieuwe accountingstandaarden IFRS 9 en 10 crises zoals de boekhoudschandalen van Enron en de recente kredietcrisis hadden kunnen voorkomen. Bij Enron werden verlieslatende dochterondernemingen niet opgenomen in de geconsolideerde jaarrekening, aangezien dit niet vereist was onder de oude standaard, IAS 27. De toenmalige topman bij Enron had echter wel grote beleidsbepalende invloed op deze dochterondernemingen. Van Beest stelt dan ook dat het niet-consolideren onder IFRS 10 nooit

¹ Verordening (EG) nr. 1606/2002 van het Europees Parlement en de Raad van 19 juli 2002 betreffende de toepassing van internationale standaarden voor jaarrekeningen.

² Een investor is een rapporterende entiteit die mogelijk control heeft over een andere entiteit (de investee).

geaccepteerd zou zijn en de fraude binnen Enron grotendeels voorkomen had kunnen worden. Het grote verschil tussen IAS 27 en IFRS 10 is namelijk dat onder IAS 27 de consolidatiekring afhankelijk was van eigendomsbewijzen, terwijl IFRS 10 het criterium control hanteert.

Enron is niet het enige bedrijf waarbij consolidatie van dochterondernemingen een rol heeft gespeeld in een groot boekhoudschandaal. Ook het Ahold-concern kwam in de problemen. In 2003 gaf Ahold toe dat vijf joint ventures niet volledig geconsolideerd hadden mogen worden. Ahold had de volledige consolidatie van deze joint ventures gebaseerd op control letters waarin de zeggenschap van Ahold werd aangetoond. Naast de control letters waren er echter ook side letters waarin de overheersende zeggenschap werd ontkend. (Kasteleyn & Vrijbloed, 2006). In het boekjaar 2002 was Ahold gedwongen om deze joint ventures proportioneel in plaats van volledig te consolideren onder zowel Dutch GAAP als US GAAP (De Jong, DeJong, Mertens, & Roosenboom, 2007).

Na Enron en Ahold startte de IASB in juni 2003 een project om de diverse praktijk met betrekking tot consolidatie aan te pakken. Volgens de IASB was deze diversiteit het gevolg van inconsistenties tussen de oude standaarden IAS 27 en SIC-12. IAS 27 hanteerde het criterium control als basis voor consolidatie, terwijl SIC-12 meer de nadruk legde op risks and rewards. SIC-12 was weliswaar bestemd voor special purpose entities, maar door de onduidelijkheid omtrent de definitie hiervan, werd in het ene geval IAS 27 en in het andere geval SIC-12 toegepast.

Een ander kritiekpunt met betrekking tot IAS 27 en SIC-12 was de focus op zogenaamde bright lines. De standaarden boden mogelijkheden tot structurering van deelnemingen zodat consolidatie al dan niet plaats hoefde te vinden, in plaats van te focussen op het soort relatie tussen de rapporterende entiteit en de deelneming. Dit had een aantal oorzaken. Ten eerste leidde SIC-12 soms tot een kwantitatieve beoordeling of de investeerder een meerderheid van de risks and rewards bezat. IAS 27 was gebaseerd op een meerderheid van de stemrechten. Potentiële stemrechten werden in deze beoordeling betrokken, indien ze op dat moment uitoefenbaar waren. Gekeken werd dan naar een datum in plaats van naar de voorwaarden van uitoefening. Dat bright lines uitgebuit kunnen worden, bleek uit de Enron-zaak. Door middel van speciaal vormgegeven transacties met special purpose entities kon informatie worden achtergehouden door verplichte verslaggeving te omzeilen. Bright lines maken deze omzeiling mogelijk en moedigen het aan. Auditors worden in de gelegenheid gebracht en ertoe aangezet om minder aan te dringen op redelijke toelichting. Wanneer wordt afgestapt van bright lines, worden auditors meer gedwongen om professionele oordeelsvorming toe te passen op de inhoud van de toelichting, in plaats van op of er een 'controlling legal authority' is (Demski, 2002).

De wereldwijde financiële crisis die begon in 2007 illustreerde nogmaals dat de bestaande consolidatierichtlijnen aan verbetering toe waren. De toelichtingsvereisten voor in het bijzonder special purpose of structured entities moesten worden verbeterd volgens de G20 en de Financial Stability Board, die hiertoe een verzoek indienden bij de IASB. Daarnaast klonk vanuit gebruikers de roep om verbeterde toelichtingen die hen in staat zouden stellen om de samenstelling van een rapporterende entiteit te doorgronden. Hierbij gaat het onder andere om de relaties van een entiteit met andere entiteiten en de waarde van de investeringen in andere entiteiten. Tot slot is van belang dat de IASB bij het project nauw heeft samengewerkt met de Financial Accounting Standards Board (FASB), het orgaan dat

verantwoordelijk is voor het ontwikkelen van de Amerikaanse accountingstandaard US GAAP. Dit past in het algemene streven van de IASB en FASB naar convergentie (IASB, 2012a).

1.3 De nieuwe standaard

Met de invoering van IFRS 10 beoogt de IASB een oplossing te vinden voor de diversiteit in de praktijk en de nadruk op bright lines. IFRS 10 introduceert een enkel model voor de bepaling van de consolidatiekring en bouwt voort op de vereisten en concepten in IAS 27 en SIC-12. IFRS 10 is van toepassing op alle deelnemingen (Deloitte, 2014). De standaard bevat een gedetailleerde discussie over het begrip control en biedt toepassingsrichtlijnen voor situaties waarin control lastig te bepalen is.

De voornaamste verandering die IFRS 10 teweeg brengt is de nieuwe definitie van control. Control is het centrale begrip in IFRS 10 en bestaat uit drie elementen. Control is de basis voor het bepalen van de consolidatieverplichting. In het Nederlands vertaald is dit beslissende zeggenschap. De nieuwe standaard vereist meer oordeelsvorming van het management om te bepalen over welke entiteiten beslissende zeggenschap wordt uitgeoefend. Daarom zou IFRS 10 een effect kunnen hebben op welke entiteiten moeten worden opgenomen in de geconsolideerde jaarrekening. De integratie van de oude standaard en de SIC-interpretatie zou moeten leiden tot een verduidelijking van de regelgeving en een verbeterde vergelijkbaarheid (Brouwer, 2014).

IFRS 10 is eind december 2012 goedgekeurd door de Europese Unie, tezamen met een viertal verwante standaarden omtrent consolidatie. Volledigheidshalve zal ik deze standaarden hier vermelden, deze zijn echter geen onderwerp van deze scriptie. Het betreft IFRS 11 *Joint Arrangements*, IFRS 12 *Disclosure of Interests in Other Entities*, IAS 27 *Separate financial Statements* (2011) en IAS 28 *Investments in Associates and Joint Ventures* (2012). De standaarden zijn in Europa verplicht van toepassing vanaf 1 januari 2014. Eerdere toepassing is toegestaan³.

1.4 Onderzoeksvraag en deelvragen

De onderzoeksvraag die centraal staat in deze scriptie is de volgende:

“Wat is het effect van de implementatie van IFRS 10 ter vervanging van IAS 27 op de waarderelevantie van de geconsolideerde jaarrekening?”

Om tot beantwoording van de onderzoeksvraag te komen, zijn een aantal deelvragen geformuleerd. Deze zullen in afzonderlijke hoofdstukken worden besproken.

1. Hoe wordt de consolidatieplicht vormgegeven onder IFRS 10?
2. Wat zijn de belangrijkste verschillen tussen IFRS 10 en IAS 27 die invloed hebben op de geconsolideerde jaarrekening?
3. Wat is waarderelevantie en hoe wordt het gemeten?
4. Heeft de implementatie van IFRS 10 geleid tot een grotere waarderelevantie van de geconsolideerde jaarrekening van ondernemingen?

³ Commission Regulation (EU) No 1254/2012, Publicatieblad 29 december 2012.

1.5 Relevantie

De wetenschappelijke relevantie van deze scriptie wordt gewaarborgd doordat er een koppeling wordt gemaakt tussen IAS 27 en IFRS 10 om zodoende het effect van de implementatie van de nieuwe standaard op de waarderelevantie van de geconsolideerde financiële verslaggeving te achterhalen. De Big Four-accountantskantoren hebben velerlei documenten gepubliceerd met betrekking tot de werking van de nieuwe standaard en de verschillen tussen de oude en de nieuwe standaard. Ook zijn er publicaties over discussiepunten met betrekking tot IFRS 10. Op wetenschappelijk gebied is echter nog geen onderzoek verricht naar de (al dan niet verbeterde) waarderelevantie als gevolg van de nieuwe standaard. De IASB zelf heeft vanaf de tweede helft van 2017 een post implementation review gepland staan⁴. Deze review is bedoeld om de effecten van nieuwe accountingstandaarden op de verslaggevingspraktijk te onderzoeken en vindt doorgaans twee jaar na de internationale invoering van een nieuwe standaard plaats. De IASB gebruikt hiervoor wetenschappelijke studies over de rol die accountinginformatie speelt in de kapitaalmarkten.

De maatschappelijke relevantie wordt gewaarborgd doordat het voor de gebruikers van de externe financiële verslaggeving van belang is dat de jaarrekening relevante informatie verschaft. Dit is een van de twee fundamentele kenmerken waaraan een jaarrekening moet voldoen op basis van het Framework van de IASB. Het andere fundamentele kenmerk is de getrouwe weergave. Dit kenmerk omvat drie aspecten: volledigheid van informatie, onpartijdigheid van informatie en juistheid van informatie. In de externe verslaggeving speelt de presentatie van geconsolideerde cijfers een belangrijke rol. Een enkelvoudige jaarrekening voldoet niet aan het kenmerk getrouwe weergave. In een enkelvoudige jaarrekening is het inzicht in het vermogen en het resultaat niet volledig doordat alle cijfers die op groepsmaatschappijen betrekking hebben in één post op de balans respectievelijk winst-en verliesrekening zijn opgenomen. Ook de solvabiliteit en liquiditeit kunnen aanmerkelijk verschillen tussen de twee jaarrekeningen. Het is in een enkelvoudige jaarrekening betrekkelijk eenvoudig om met vorderingen en schulden tussen de groepsmaatschappijen te schuiven en hierdoor de cijfers te manipuleren (EY, 2016).

Het opstellen van een geconsolideerde jaarrekening zorgt voor meer transparantie met betrekking tot de financiële positie van een onderneming, mits de jaarrekening een getrouwe weergave verschaft. De hiervoor besproken boekhoudschandalen bij Enron en Ahold en de financiële crisis tonen aan wat het belang is van betrouwbare financiële verslaggeving voor investeerders en andere gebruikers van de jaarrekening. De nieuwe consolidatiestandaard is daarnaast ook voor de opstellers en controleurs van belang. De consolidatiebepalingen zijn ingrijpend gewijzigd. Voor een verdere harmonisatie van de verslaggeving is inzicht in de praktijk belangrijk. Tot slot hebben ook standard setters als de FASB en de IASB belang bij onderzoeken naar waarderelevantie van hun standaarden, bijvoorbeeld voor de ontwikkeling van nieuwe standaarden (Barth, Beaver, & Landsman, 2001).

⁴ Zie <http://www.ifrs.org/supporting-implementation/supporting-materials-by-ifrs-standard/ifrs-10/>.

1.6 Methodologie

Müller (2014) heeft onderzocht wat het effect was van de invoering van IFRS in 2005 in de Europese Unie op de waarderelevantie van de geconsolideerde jaarrekening. Zijn onderzoeksmethode dient als basis voor het onderzoek in deze scriptie. Müller gebruikt het Ohlson-model (Ohlson, 1995). Dit model wordt veelvuldig gebruikt voor het meten van waarderelevantie en zal ook in dit onderzoek worden gebruikt⁵. Met het Ohlson-model kan worden onderzocht wat de mate van associatie is tussen de aandelenprijs en de accountinginformatie in de jaarrekening (eigen vermogen en nettowinst). In het Ohlson-waarderingsmodel is de aandelenprijs uitgedrukt als functie van de huidige boekwaarde van het eigen vermogen plus de verdisconteerde waarde van de toekomstige (abnormale) resultaten.

1.7 Conclusie

De conclusie van deze scriptie is dat de absolute kwaliteit (waarderelevantie) van de geconsolideerde jaarrekening na de verplichte adoptie van IFRS 10 in 2014 is toegenomen, maar dat de incrementele kwaliteit van de geconsolideerde jaarrekening ten opzichte van de enkelvoudige jaarrekening licht is afgenomen.

1.8 Structuur

In de hoofdstukken twee, drie en vier zullen de eerste drie deelvragen die gezamenlijk het theoretisch kader vormen, worden besproken. In hoofdstuk twee wordt de consolidatieplicht onder IFRS 10 uiteengezet, in hoofdstuk drie de belangrijkste verschillen tussen IFRS 10 en IAS 27 en in hoofdstuk vier zal worden uitgelegd wat in dit onderzoek wordt verstaan onder waarderelevantie en hoe het wordt gemeten. In de hoofdstukken vijf, zes en zeven zal de vierde deelvraag aan bod komen in de vorm van een empirisch onderzoek naar de waarderelevantie van de geconsolideerde jaarrekening van AEX-ondernemingen die rapporteren op basis van IFRS. Tot slot bevat hoofdstuk 8 de conclusie van deze scriptie.

⁵ Zie bijvoorbeeld Paananen & Lin (2009); Hung & Subramanyam (2007); Naceur en Goaid (2004); Rees (1997).

Hoofdstuk 2 Consolidatieplicht onder IFRS 10

2.1 Inleiding

In dit hoofdstuk zal worden besproken wat de consolidatieplicht onder IFRS 10 inhoudt. Allereerst komen de algemene uitgangspunten voor consolidatie aan bod in paragraaf 2.2, waarna zal worden ingegaan op de drie voorwaarden voor control die elk in een aparte paragraaf zullen worden behandeld. Tot slot wordt in paragraaf 2.6 een samenvatting gegeven van dit hoofdstuk.

2.2 Algemene uitgangspunten voor consolidatie

Het doel van IFRS 10 is om beginselen tot stand te brengen voor de presentatie en voorbereiding van de geconsolideerde jaarrekening. Onder IFRS is de geconsolideerde jaarrekening gedefinieerd als de jaarrekening van een groep waarin de activa, schulden, het eigen vermogen, de baten en lasten en de kasstromen van de moedermaatschappij en haar groepsmaatschappijen zijn gepresenteerd alsof sprake is van een enkele economische entiteit (IFRS 10: Appendix A).

Investeerders zijn in beginsel op grond van nationaal recht verplicht om een geconsolideerde jaarrekening op te stellen, dit wordt de consolidatieplicht genoemd. De consolidatieplicht betreft de vraag welke rechtspersoon een geconsolideerde jaarrekening op moet stellen en is opgenomen in artikel 2:406 lid 1 BW. Dit moet worden onderscheiden van de consolidatiekring. De consolidatiekring bepaalt welke maatschappijen in de geconsolideerde jaarrekening moeten worden opgenomen. (EY, 2016).

Het uitgangspunt van IFRS is de *geconsolideerde jaarrekening*. IFRS veronderstelt namelijk dat de rapporterende entiteit, de moedermaatschappij, haar eigen financiële gegevens met die van haar groepsmaatschappijen samenvoegt op basis van de methode van volledige consolidatie. Indien de moedermaatschappij geen groepsmaatschappijen heeft die meegeconsolideerd moeten worden, dan wordt de jaarrekening op basis van dezelfde standaarden en interpretaties opgesteld als die voor een geconsolideerde jaarrekening gelden. Deze jaarrekening wordt wel de *parent jaarrekening* genoemd. Als derde soort jaarrekening kent IFRS de *separate financial statement*. De separate financial statement geldt voor ondernemingen die wel groepsmaatschappijen hebben. De parent jaarrekening en de separate financial statement kunnen worden aangemerkt als de enkelvoudige jaarrekening van Titel 9 Boek 2 BW, mits voldaan is aan de (aanvullende) voorwaarden (EY, 2016).

IFRS 10 verplicht een moedermaatschappij die beslissende zeggenschap (control) heeft over een of meer entiteiten een geconsolideerde jaarrekening op te stellen. Slechts een entiteit kan control uitoefenen, het kan dus niet worden gedeeld tussen twee of meer entiteiten (Thomson, 2011). Control dient dus zowel als basis voor de consolidatieplicht als voor de consolidatiekring. Enerzijds bepaalt het namelijk welke rechtspersoon de geconsolideerde jaarrekening op moet stellen; de moedermaatschappij, en anderzijds bepaalt het welke entiteiten hierin dienen te worden opgenomen; de entiteiten waarover beslissende zeggenschap wordt uitgeoefend.

IFRS 10 kent een control-model dat van toepassing is op alle entiteiten. De veranderingen als gevolg van de invoering van de nieuwe standaard leiden ertoe dat het management, maar ook accountants, veel oordeelsvorming moeten toepassen bij de vraag welke entiteiten moeten worden geconsolideerd (EY, 2013).

Volgens IFRS 10.7 is sprake van control indien cumulatief aan de volgende drie voorwaarden is voldaan:
Een investeerder:

1. heeft macht over de deelneming;
2. is blootgesteld aan of gerechtigd tot variabele opbrengsten uit hoofde van zijn betrokkenheid bij de deelneming; en
3. beschikt over de mogelijkheid zijn macht over de deelneming te gebruiken om de omvang van de opbrengsten van de investeerder te beïnvloeden.

De eerste en tweede voorwaarde zijn verbonden met elkaar door de derde voorwaarde. De bovenstaande voorwaarden zijn de drie belangrijkste elementen om te beoordelen of sprake is van beslissende zeggenschap. De voorwaarden zijn ruim gedefinieerd, waardoor een gedetailleerde beoordeling van de deelneming door de moedermaatschappij is vereist. Het doel en de inrichting van de deelneming moet bij de beoordeling of sprake is van control altijd in het achterhoofd gehouden worden (IFRS 10. B8). Deze factoren bepalen namelijk wat het doel van de investeerder is met de deelneming; waarom hij betrokken is bij de deelneming en de aard van deze betrokkenheid. De voorwaarden zullen nu achtereenvolgens worden besproken.

2.3 Macht over de deelneming

De eerste voorwaarde voor control betreft macht. IFRS 10.10 t/m 10.14 bevat de richtlijnen omtrent macht. IFRS 10.10 geeft een definitie van macht: een investeerder heeft macht over een deelneming wanneer de investeerder bestaande rechten heeft die hem de huidige mogelijkheid bieden de relevante activiteiten eenzijdig te sturen. Voor macht zijn twee concepten relevant: relevante activiteiten en bestaande rechten. Deze zullen nu achtereenvolgens besproken worden.

2.3.1 Relevante activiteiten

In IFRS 10. Appendix A wordt gedefinieerd dat de relevante activiteiten die activiteiten van de deelneming zijn die een significante invloed hebben op het rendement van de deelneming. De relevante activiteiten zijn een essentieel onderdeel van het model, omdat dit concept duidelijk maakt welke activiteiten van een deelneming onder leiding van de moedermaatschappij moeten staan, zodat de moedermaatschappij control heeft voor consolidatiedoelinden. Voorbeelden van relevante activiteiten worden genoemd in IFRS 10. B11. Afhankelijk van de omstandigheden van het geval zijn dit bijvoorbeeld het aan-en verkopen van goederen of diensten, het beheren van financiële activa gedurende hun levensduur, het selecteren, verkrijgen en vervreemden van activa, het onderzoeken en ontwikkelen van nieuwe producten of processen en het bepalen van een financieringsstructuur of het verkrijgen van financiering (Deloitte, 2014).

Het beoordelen van de relevante activiteiten is vooral van cruciaal belang, wanneer de investeerder slechts de mogelijkheid heeft om enkele activiteiten te sturen. Dit is bijvoorbeeld het geval als sprake is van gedeelde besluitvorming. Indien twee of meer investeerders gerechtigd zijn tot het sturen van de verschillende relevante activiteiten, heeft de investeerder met de huidige mogelijkheid om die activiteiten te sturen die het meest significante effect hebben op het rendement, macht (IFRS 10.13). Een uitgebreide analyse is ook vereist wanneer twee of meer investeerders de mogelijkheid hebben om de relevante activiteiten te sturen, maar deze activiteiten op verschillende tijdstippen plaatsvinden. Dit is het geval

wanneer de ene investeerder betrokken is bij de ontwikkeling van een nieuw product en de andere bij de productie en verkoop (EY, 2013).

Bij deze beoordeling komen bijvoorbeeld het doel en de inrichting van de deelneming, alsmede factoren die de winstmarge, opbrengst en waarde van de deelneming bepalen, aan bod. In de praktijk komt deze situatie niet vaak voor, zodat het normaliter onnodig is om de relevante activiteiten tot in detail te bestuderen (Grant Thornton, 2017).

Bij zogenaamde structured entities (special purpose entities onder SIC-12), is een gedetailleerde analyse van relevante activiteiten echter wel aangewezen. Een structured entity is een maatschappij die is opgericht om een speciaal doel te verwezenlijken. De oprichting geschiedt veelal met behulp van contracten die strikte en soms permanente beperkingen stellen aan de besluitvormingsmogelijkheden door het bestuur. Vaak gaan de afspraken zo ver dat de organisatie en de activiteiten van de structured entity vooraf zijn bepaald en dat daarin geen wijziging kan worden aangebracht zonder instemming van de dominante rechtspersoon. De maatschappij functioneert dan feitelijk op de 'automatische piloot' (EY, 2016). Wanneer er in een dergelijk geval geen besluitvorming plaatsvindt, heeft geen enkele investeerder macht en vindt er geen consolidatie plaats.

Voor bijna alle deelnemingen zijn de opbrengsten afhankelijk van de financiële en operationele activiteiten. De meeste entiteiten met een traditionele eigendoms-en governance structuur die actief zijn op een markt vallen in deze categorie. In deze gevallen is het normaal gezien niet nodig om de relevante activiteiten tot in detail te identificeren. Dit komt doordat de aansturing van het financiële en operationele beleid van de deelneming alle of de meeste onderliggende activiteiten omvat. Aansturing geschiedt bijvoorbeeld door direct invloed uit te oefenen als investeerder, of indirect; het benoemen van een meerderheid van de raad van bestuur. Doordat de onderliggende activiteiten kunnen worden aangestuurd, is meestal sprake van macht (Grant Thornton, 2017).

2.3.2 Bestaande rechten

Na het identificeren van de relevante activiteiten moet worden bepaald of een investeerder, en zo ja, welke investeerder, de huidige mogelijkheid heeft de relevante activiteiten te sturen.

IFRS 10 maakt een onderverdeling in twee stappen:

1. Het begrijpen van de beslissingen over de relevante activiteiten (IFRS 10.B12)
2. Het identificeren van rechten die de mogelijkheid geven om deze beslissingen te sturen (IFRS 10.B14-B17)

Beslissingen over relevante activiteiten zijn onder meer operationele-en kapitaalbeslissingen, met inbegrip van het maken van budgetten. Daarnaast gaat het om het aanstellen van en de beloning voor het management of dienstverleners en het beëindigen van het servicecontract of de werkzaamheden. Deze beslissingen zijn vaak algemeen, bij structured entities meer specifiek (Grant Thornton, 2017).

Uit IFRS 10.11 en IFRS 10.B14 volgt dat macht voortkomt uit rechten. Om macht te hebben over een deelneming, moet een investeerder bestaande rechten hebben die hem de huidige mogelijkheid geven de relevante activiteiten te sturen. In IFRS 10.B15 zijn voorbeelden opgenomen van rechten die macht kunnen geven. Dit zijn onder andere (potentiële) stemrechten, het recht om managers die op sleutelposities relevante activiteiten kunnen sturen, te benoemen, herbenoemen, of ontslaan en

besluitvormingsrechten (Blommaert & Kamp, 2015). Voor de conventionele investeerders zijn de stemrechten de belangrijkste factor, deze worden vaak uitgedrukt in aandelen. In zulke gevallen zal het bezit van een meerderheid van de stemrechten in de algemene vergadering van aandeelhouders macht geven aan de investeerder. De eventuele meerderheid van de stemrechten als maatstaf voor macht is intuïtief, aangezien de investeerder het beleid van de deelneming kan sturen middels haar stemrechten. Sturing is mogelijk door bijvoorbeeld beleidsvoorstellen en voorstellen voor benoeming van directeuren te verwerpen (Kampanje, 2013).

Ook een investeerder met een minderheidsbelang (minder dan 50 procent) kan echter macht en control bezitten op basis van de feitelijke situatie. Dit wordt 'de facto control' genoemd. Indien investeerder A 48 procent van de stemrechten in deelneming B bezit, en de resterende 52 procent verdeeld is over veel verschillende aandeelhouders van wie geen een belang heeft dat groter is dan 1 procent, dan wordt A geacht macht te hebben over B. Het is onwaarschijnlijk dat een dermate groot aantal aandeelhouders zich verenigt dat in staat is om tegen A te stemmen en de ervaring is dat niet alle stemgerechtigden de algemene vergadering van aandeelhouders zullen bijwonen. A beschikt dus over een dominant stemrechtpercentage (EY, 2016).

In de meeste gevallen wordt macht verkregen door stemrechten. Soms komt macht voort uit contractuele rechten. De beoordeling van macht is dan complexer en er dienen meerdere factoren te worden overwogen. IFRS 10 voorziet dus in twee soorten rechten die de mogelijkheid geven om de relevante activiteiten te sturen:

1. Stemrechten verkregen door eigen-vermogensinstrumenten, bijvoorbeeld reguliere aandelen (IFRS 10. B16); en
2. Contractuele rechten (IFRS 10.B17).

Materiële rechten

Zoals eerder vermeld, moet een investeerder de *huidige* mogelijkheid hebben om de relevante activiteiten te sturen. Een investeerder betreft bij de vraag of sprake is van macht over een deelneming slechts rechten die 'substantive' (materieel) zijn. Een recht is materieel als de houder de praktische mogelijkheid heeft om dat recht uit te oefenen. Een niet-materieel recht is precies het omgekeerde; de houder beschikt niet over de praktische mogelijkheid om dat recht uit te oefenen. Of rechten materieel zijn, hangt af van de feiten en omstandigheden (IFRS. B22-B25).

Factoren die in aanmerking kunnen worden genomen, zijn:

- Zijn er barrières (economisch, operationeel) die de houder tot het uitoefenen van het recht belemmeren? Hierbij kan gedacht worden aan boetes, een hoge uitoefeningsprijs, gebrek aan informatie voor uitoefening of wettelijke barrières.
- Heeft de houder de praktische mogelijkheid om tot uitoefening van het recht over te gaan, wanneer de uitoefening overeenstemming van meer dan een investeerder vereist?
- Zou de houder van het recht profiteren van de uitoefening van het recht?
- Is het recht uitoefenbaar wanneer de beslissingen over de relevante activiteiten moeten worden genomen? Een investeerder heeft ook macht wanneer hij de huidige mogelijkheid heeft de relevante activiteiten te sturen, maar dit recht nog niet heeft uitgeoefend. Daarentegen geeft het feit dat de investeerder in het verleden de relevante activiteiten heeft beïnvloed, geen garantie dat hij op dit moment macht heeft over de deelneming (IFRS 10.12).

Bij de beoordeling zijn wederom het doel en de inrichting van de deelneming bepalend. Zo dient te worden meegenomen waarom het recht werd verkregen, welke compensatie voor het recht is betaald of ontvangen, of deze compensatie de reële waarde benadert en of andere investeerders het recht ook verkregen. Deze beoordeling dient plaats te vinden op het moment dat een recht voor het eerst werd verkregen, maar ook wanneer een bestaand recht wordt aangepast. Huidige mogelijkheid betekent niet altijd dat het recht op dit moment moet kunnen worden uitgeoefend. Hiervoor is het concept van de potentiële stemrechten van belang.

Potentiële stemrechten

Veelvoorkomende voorbeelden van potentiële stemrechten zijn opties, forward contracts en converteerbare obligatieleningen. Potentiële stemrechten kunnen in combinatie met bestaande stemrechten, maar ook op zichzelf, leiden tot macht (Grant Thornton, 2017). Wanneer investeerder A veertig procent van de stemrechten houdt in onderneming B en bovendien een optie heeft voor twintig procent van de stemrechten, aannemende dat de stemrechten macht geven over B, dan is de optie materieel. Dit houdt in dat A macht heeft over B. Het omgekeerde geldt ook: indien een investeerder de meerderheid van de stemrechten houdt, maar deze stemrechten onderhevig zijn aan een materiële optie van een andere investeerder, dan heeft de investeerder waarschijnlijk geen macht (EY, 2013).

Of een investeerder daadwerkelijk de intentie moet hebben om over te gaan tot uitoefening van de optie, blijkt niet uit IFRS 10. Onder IAS 27 was dit nadrukkelijk niet het geval. Onder IFRS 10 moet de optie materieel zijn: de investeerder moet de praktische mogelijkheid hebben om de optie uit te oefenen. Er zijn een aantal factoren die worden meegewogen in de beoordeling of potentiële stemrechten bijdragen aan macht:

- Uitoefenprijs of conversieprijs. Hierbij wordt de uitoefenprijs (of conversieprijs) vergeleken met de marktwaarde. Deze prijs kan een belemmering zijn om tot uitoefening over te gaan. Er zijn verschillende situaties mogelijk:
 - De optie is 'deeply-out-of-the-money': de uitoefenprijs is zodanig hoger dan de reële waarde van de optie, dat uitoefening wordt belemmerd en onwaarschijnlijk is. Daarom is de optie niet materieel.
 - De optie is 'out-of-the-money': er dient oordeelsvorming plaats te vinden of het verschil tussen de uitoefeningsprijs en de reële waarde de potentiële voordelen van uitoefening overtreft.
 - De optie is 'in-the-money': de uitoefeningsprijs is gelijk aan de reële waarde, over het algemeen is de optie dan materieel.

De beoordeling van de uitoefenprijs dient niet alleen plaats te vinden aan het begin of eind van de verslaggevingsperiode. Het is van belang dat de optie materieel is op het moment dat de beslissingen over de relevante activiteiten genomen moeten worden.

- Financiële mogelijkheid om uit te oefenen. De financiering van de optie zou een economische barrière voor uitoefening kunnen vormen. Wanneer de houder van een optie niet de mogelijkheid heeft om de optie uit te oefenen, is de optie niet materieel.
- Uitoefenperiode. De optie moet op een zodanig moment kunnen worden uitgeoefend dat belangrijke besluiten kunnen worden beïnvloed (EY, 2013).

Beschermende rechten

Naast niet-materiële rechten, zijn ook beschermende rechten geen bron van macht over een deelneming. Beschermende rechten zijn opgenomen in IFRS 10. B26-B28. In Appendix A is een definitie opgenomen: beschermende rechten zijn ontworpen om de belangen van de partij die deze rechten heeft te beschermen zonder deze partij macht te geven over de entiteit op welke deze rechten betrekking hebben. Beschermende rechten zijn gerelateerd aan de fundamentele veranderingen in de activiteiten van de deelneming. Meestal kunnen de rechten slechts in uitzonderlijke omstandigheden worden uitgeoefend, na het zich voordoen van een bepaalde gebeurtenis. Niet alle rechten die van toepassing zijn in uitzonderlijke omstandigheden of afhankelijk zijn van een bepaalde gebeurtenis zijn beschermend (IFRS 10.B26). Doordat de beschermende rechten ontworpen zijn om de belangen van de houder te beschermen, zonder dat deze macht kan uitoefenen, kan een investeerder die deze rechten heeft dus geen macht uitoefenen of voorkomen dat een andere partij macht heeft over een deelneming. Net als bij de beoordeling van al dan niet materiële rechten, dienen ook bij beschermende rechten alle feiten en omstandigheden te worden gewogen. Een voorbeeld van een beschermend recht is een recht van een kredietverschaffer om te voorkomen dat de geldnemer activiteiten onderneemt die het kredietrisico van deze geldnemer significant kunnen veranderen (Grant Thornton, 2017). Een ander voorbeeld betreft het recht van een partij met een non-controlling interest om kapitaaluitgaven door de deelneming boven een bepaalde limiet goed te keuren, of de uitgifte van eigen/ vreemd vermogensinstrumenten goed te keuren (Deloitte, 2014).

Soms kunnen beschermende rechten materiële rechten worden. Dit is bijvoorbeeld het geval bij een recht van een kredietverstrekker om over te gaan tot de verkoop van activa bij verminderde kredietwaardigheid van de leningnemer, wanneer deze niet langer voldoet aan de leningsvoorwaarden. Ook zou de kredietverstrekker in zo'n geval andere rechten kunnen krijgen, die zijn opgenomen in de kredietovereenkomst. Nu de kredietverstrekker materiële rechten heeft verkregen, komt de vraag op of hij de leningnemer moet consolideren. Hiervoor is een analyse van de drie voorwaarden voor control vereist. Als deze analyse uitwijst dat sprake is van control, dan moet de leningnemer worden geconsolideerd, ongeacht of deze zeggenschap tijdelijk is of blijvend. Deze (tijdelijke) consolidaties van leningnemers hebben effect op het resultaat en de balans van de kredietverstrekker. Betwijfeld kan worden of gebruikers van de jaarrekening hierbij gebaat zijn, aangezien zij veelal alleen willen weten of en in welke mate de verstrekte leningen volwaardig zijn. Dit kan dus als een ongewenst effect van IFRS 10 worden gezien (Böhmer & Boeijink, 2014).

Nu de materiële en beschermende rechten besproken zijn, blijkt dat er drie situaties mogelijk zijn:

1. De investeerder heeft materiële rechten en derden hebben niet-materiële of beschermende rechten: de investeerder heeft control.
2. De investeerder heeft niet-materiële of beschermende rechten en derden hebben materiële rechten: de investeerder heeft geen control.
3. De investeerder en derden hebben materiële rechten: verdere analyse is vereist.

Contractuele rechten

In sommige gevallen komt macht voort uit contractuele rechten. Dit is het geval wanneer stemrechten alleen betrekking hebben op administratieve activiteiten en contractuele bepalingen van toepassing zijn op de relevante activiteiten (IFRS 10.B17). Om te bepalen of een investeerder macht heeft, dienen het

doel en de inrichting van de deelneming (IFRS 10.B5-B8) en de vereisten van IFRS 10.B51-B54 en IFRS 10.B18-B20 te worden overwogen. Betrokkenheid bij de inrichting van de entiteit kan aanleiding zijn om te concluderen dat sprake is van macht (EY, 2013).

Een structured entity is een voorbeeld van de hiervoor beschreven situatie. Een structured entity is een entiteit die zo ontworpen is dat stemrechten of vergelijkbare rechten niet de dominante factor zijn voor het bepalen welke entiteit control heeft. Een structured entity heeft veelal begrensde activiteiten en een smalle, nauwkeurig omschreven doelstelling (IFRS 12.B22(b)). De doelstelling kan bijvoorbeeld zijn het uitvoeren van onderzoeks- en ontwikkelingsactiviteiten. Een ander kenmerk van een structured entity is dat het onvoldoende eigen vermogen heeft om de activiteiten uit te voeren zonder achtergestelde financiële ondersteuning. Tot slot vindt financiering vaak plaats in de vorm van meerdere contractuele instrumenten aan beleggers die concentraties van krediet- of andere risico's creëren (tranches) (EY, 2013).

Bij een structured entity geldt de control-benadering eveneens. Dit houdt in dat dezelfde drie voorwaarden gelden: macht, variabele opbrengsten en het vermogen om de variabele opbrengsten te beïnvloeden. Bij een structured entity zijn er over het algemeen weinig relevante activiteiten, dit hangt echter af van het doel en de inrichting en de mate waarin activiteiten vooraf zijn bepaald. Beslissingen over relevante activiteiten zijn specifiek en contractuele rechten zijn de basis voor het sturen van de relevante activiteiten (Grant Thornton, 2017).

2.4 Blootgesteld aan of gerechtigd tot de variabele opbrengsten

Een investeerder is blootgesteld aan of gerechtigd tot variabele opbrengsten uit hoofde van zijn betrokkenheid bij de deelneming wanneer de opbrengsten uit de prestaties van de deelneming uit hoofde van zijn betrokkenheid kunnen variëren. Variabele rendementen kunnen zowel positief als negatief zijn (IFRS 10.15). Voorbeelden waaraan gedacht kan worden, zijn dividenden, waardeveranderingen van de deelneming, toegang tot toekomstige liquide middelen en belastingvoordelen. IFRS 10 maakt duidelijk dat ook de rendementen die contractueel vast zijn, beschouwd mogen worden als variabel als het gaat om de beoordeling van control. Hierbij kan gedacht worden aan een obligatie met vaste rentebetalingen. De houder van deze obligatie is nog steeds blootgesteld aan het risico op wanbetaling. De mate van variabiliteit hangt af van de kredietwaardigheid van de obligatie (IFRS 10.B56). Ook kunnen meerdere partijen delen in de opbrengsten van een deelneming, zo kunnen non-controlling interests eveneens een dividenduitkering ontvangen. Er is echter maar een partij die control heeft, dat is de partij die ook aan de andere twee voorwaarden voldoet (IFRS 10.16). Variabele opbrengsten kunnen dus breed gedefinieerd worden en omvatten meer dan de eigendomsvoordelen die verkregen zijn door reguliere aandelen.

2.5 Mogelijkheid om macht te gebruiken om de opbrengsten te beïnvloeden

Dit derde onderdeel wordt ook wel de verbinding genoemd. Deze verbinding tussen de eerste en tweede voorwaarde is afhankelijk van de vraag of de investeerder de huidige mogelijkheid heeft om de relevante activiteiten te sturen. Dit kan op twee manieren gebeuren:

1. In eigen beheer (als principaal); of
2. Ten behoeve van andere investeerders die hun macht hebben overgedragen aan de investeerder (met andere woorden, als agent).

Een agent wordt onder IFRS 10.B58 gedefinieerd als een partij die voornamelijk handelt namens en in het belang van een andere partij (de principaal). Daarom heeft een agent geen control over de deelneming wanneer hij zijn beslissingsbevoegdheid uitoefent. De verbinding tussen macht en opbrengsten bestaat bij een meerderheidsbelang. In zo'n geval is een gedetailleerde analyse niet vereist. De derde voorwaarde is wel van belang wanneer een investeerder beslissingsbevoegdheid heeft als gevolg van een managementcontract, zoals een fonds-of vermogensbeheerder. Als een investeerder sommige of alle besluitvormingsrechten heeft in de hoedanigheid van agent, dan tellen deze rechten niet mee in de beoordeling van control. Als een investeerder daarentegen besluitvormingsrechten heeft gedelegeerd in de hoedanigheid van principaal, dan tellen deze rechten wel mee.

Geconcludeerd kan worden dat de volgende besluitvormingsrechten van belang zijn:

- De besluitvormingsrechten die de investeerder zelf houdt;
- Vermeerderd met de besluitvormingsrechten die de investeerder gedelegeerd heeft aan een agent;
- Verminderd met de besluitvormingsrechten die aan de investeerder gedelegeerd zijn door een andere principaal.

Indien de beoordeling van de drie voorwaarden geen uitsluitsel geeft over het al dan niet aanwezig zijn van control, kunnen andere zaken worden beoordeeld, zoals het vermogen om sleutelfunctionarissen te benoemen. Control dient opnieuw te worden geëvalueerd indien feiten en omstandigheden aangeven dat er een verandering is opgetreden in een of meer van de drie voorwaarden, dus wanneer sprake is van een verandering die van invloed kan zijn op de uitkomst. Herbeoordeling is dus vereist in veel verschillende gevallen, bijvoorbeeld een verandering in besluitvormingsrechten (Grant Thornton, 2017).

2.6 Samenvatting

IFRS 10 bevat richtlijnen om te bepalen of een investeerder beslissende zeggenschap (control) heeft over een deelneming. Dit is het geval indien voldaan is aan drie cumulatieve voorwaarden. Ten eerste moet sprake zijn van macht over de relevante activiteiten van de deelneming. Hiervan is sprake als de investeerder de huidige mogelijkheid om de relevante activiteiten van de deelneming te sturen, ook al is het recht nog niet uitgeoefend. Ten tweede moet de investeerder blootgesteld zijn aan of gerechtigd zijn tot variabele opbrengsten. Variabele opbrengsten zijn opbrengsten die niet vaststaan, maar variëren naar gelang de resultaten van de deelneming. Ten derde moet de investeerder in staat zijn om zijn macht over de deelneming te gebruiken om de omvang van de opbrengsten te beïnvloeden. Hierbij zijn de besluitvormingsrechten van groot belang en dient beoordeeld te worden of de investeerder rechten in eigen beheer heeft, dan wel optreedt als agent ten behoeve van derden.

Hoofdstuk 3 De belangrijkste verschillen tussen IFRS 10 en IAS 27

3.1 Inleiding

In dit hoofdstuk komt aan de orde wat de belangrijkste verschillen zijn tussen IFRS 10 en IAS 27. Het belangrijkste verschil is de nieuwe definitie van control die van toepassing is op alle entiteiten. Deze wijziging zal worden besproken in paragraaf 3.2. In paragraaf 3.3 komt de vermindering van bright lines aan de orde en in paragraaf 3.4 zullen in het kort de verbeterde toelichtingseisen van IFRS 12 de revue passeren. Tot slot wordt in paragraaf 3.5 een samenvatting gegeven van dit hoofdstuk.

3.2 De nieuwe definitie van control

IFRS 10 introduceert een consolidatiemodel voor alle soorten entiteiten en integreert de beginselen van IAS 27 en SIC-12. Volgens de IASB zal IFRS 10 leiden tot meer passende consolidatie die beter de economische realiteit tussen een rapporterende entiteit en de deelneming reflecteert (IASB, 2012a).

In de praktijk bestond onduidelijkheid of een consolidatievraagstuk onder de regelgeving van IAS 27 dan wel SIC-12 viel, dit kwam doordat niet duidelijk was wat precies onder een special purpose entity werd verstaan. IAS 27 en SIC-12 kenden geen gedetailleerde richtlijnen over het control-beginsel en ook was er een gebrek aan toepassingsrichtlijnen (Gornik-Tomaszewski & Larson, 2014). Onduidelijkheid bestond vooral bij de facto-zeggenschap, special purpose entities, gedelegeerde rechten en/of beschermende rechten. De onduidelijkheid leidde tot diversiteit in de praktijk. Bovendien opende het de deur voor creatief boekhouden: het zodanig opzetten en structureren van entiteiten dat daarmee gewenste boekhoudkundige uitkomsten konden worden bewerkstelligd.

De belangrijkste wijziging die IFRS 10 teweeg brengt is de nieuwe definitie van control, die van toepassing is op alle entiteiten. Hiermee heeft de IASB het conflict tussen IAS 27 en SIC-12 willen wegnemen. Onder IAS 27 was control gedefinieerd als de macht om het financiële en operationele beleid van een deelneming te sturen met als doel voordeel te verkrijgen uit de activiteiten van de deelneming. In SIC-12 werd voor special purpose entities het criterium risks and rewards gehanteerd. Hier lag de nadruk op de blootstelling aan risico's en de gerechtigdheid tot opbrengsten. Het criterium van IAS 27 komt tot uitdrukking in de eerste voorwaarde voor control uit IFRS 10: de macht om de relevante (operationele en financiële) activiteiten van de deelneming te sturen. Het criterium van SIC-12 lijkt enigszins op de tweede voorwaarde: de investeerder is blootgesteld aan of gerechtigd tot variabele opbrengsten, waarbij deze opbrengsten zowel positief (rewards), als negatief (risks) kunnen zijn. De derde voorwaarde is de link tussen de eerste en tweede voorwaarde (Böhmer & Boeijink, 2014).

Bij IFRS 10 is het niet van belang welke investeerder de meerderheid van de opbrengsten verkrijgt of welke investeerder is blootgesteld aan een meerderheid van de risico's. In plaats daarvan zijn de relevante activiteiten van belang. Als een rapporterende entiteit control heeft over een deelneming, dan moet deze de deelneming consolideren, ongeacht of sprake is van blootstelling aan de meerderheid van de risks and rewards. Een entiteit die wel de meerderheid van de stemrechten heeft of is blootgesteld aan de

meerderheid van de risks and rewards, maar geen macht heeft om de relevante activiteiten te sturen, zal een deelneming niet consolideren (EY, 2016).

Wat niet is veranderd is het basisprincipe van IAS 27: een groep stelt een geconsolideerde jaarrekening op alsof het een economische entiteit is. Ook de wijze van consolidatie is niet veranderd (EY, 2016). IFRS 10 bevat voornamelijk nieuwe regels voor het bepalen van de consolidatiekring. Nieuwe regels hebben betrekking op de facto-zeggenschap en zeggenschap over een (onder)deel van een deelneming. Daarnaast bevat IFRS 10 verduidelijking van bestaande regels. Hier gaat het om onderwerpen als materiële en beschermende rechten, potentiële stemrechten en gedelegeerde rechten. Ten slotte zijn de bepalingen voor structured entities (genaamd special purpose entities in SIC-12) opgenomen in IFRS 10 en is een consolidatievrijstelling opgenomen voor beleggingsentiteiten (Böhmer & Boeijink, 2014).

IAS 27 behandelde beschermende rechten niet, maar ook onder deze standaard werd een beoordeling gemaakt van de rechten van de investeerder zelf en van anderen. Waarschijnlijk is dat dit in de praktijk niet tot veranderingen zal leiden. IAS 27 en SIC-12 bevatten geen bepalingen over gedelegeerde rechten. 'De facto'-zeggenschap is ook een nieuw onderwerp in IFRS 10, wat kan leiden tot veranderingen in de consolidatiekring. Dat de IASB 'de facto'-zeggenschap heeft opgenomen in IFRS 10 is volgens Böhmer en Boeijink conceptueel een begrijpelijke keuze. Aan de andere kant vereist de beoordeling hiervan veel inschatting door het management en hierdoor kan het concept in de praktijk moeilijk toepasbaar zijn.

Onder IFRS 10 moet een investeerder ook beoordelen of hij zeggenschap heeft over een (onder)deel van een deelneming, ook wel silo genoemd. Silo's werden niet specifiek behandeld in IAS 27 en SIC-12. Tot slot is in IFRS 10 een consolidatievrijstelling opgenomen voor beleggingsentiteiten, die in IAS 27 niet opgenomen was. Beleggingsentiteiten moeten deelnemingen waarderen tegen reële waarde met waardewijzigingen in de winst-en verliesrekening, in overeenstemming met IFRS 9 *Financial Instruments* (IFRS 10.31). De consolidatievrijstelling geldt alleen voor de beleggingsentiteit zelf, niet voor de moeder van de beleggingsentiteit, tenzij deze moeder ook een beleggingsentiteit is. Deze moeder neemt de beleggingsentiteit dus op in haar geconsolideerde jaarrekening (IFRS 10.33). Volgens Böhmer en Boeijink is het een gemiste kans dat de consolidatievrijstelling niet geldt voor de (uiteindelijke) moedermaatschappij, want ook voor de moedermaatschappij kan waardering tegen reële waarde waardevolle informatie opleveren. De verwachting van Böhmer en Boeijink is dat de toepassing van IFRS 10 geen effect gaat hebben op de meerderheid van de in het verleden onder IAS 27 genomen consolidatiebeslissingen. Dit blijkt te kloppen op basis van het onderzoek van Blommaert en Kamp (2015). Tot slot zijn de auteurs van mening dat er diversiteit in de praktijk zal blijven bestaan, vanwege de aanmerkelijke (subjectieve) inschattingsverplichting van investeerders.

Blommaert en Kamp (2015) hebben onderzoek gedaan naar de eerste toepassing van IFRS 10 en 12 in de jaarrekening over 2014 van 50 beursgenoteerde ondernemingen. Het betreft 25 ondernemingen uit de AEX en 25 ondernemingen uit de AMX. Met betrekking tot IFRS 10 is de conclusie dat de invoering hiervan geen of beperkte invloed heeft gehad op de samenstelling van de gerapporteerde consolidatiekring en op het vermogen en resultaat. Ook zijn de overwegingen om vast te stellen of al dan niet sprake is van control, beperkt toegelicht.

33 van de 50 ondernemingen gaven aan dat ze voor het eerst in 2014 IFRS 10 hadden toegepast, waarvan 32 stelden dat dit geen of geen materiële invloed heeft gehad op de consolidatiekring. Slechts bij een onderneming was wel sprake van een materiële invloed op de consolidatiekring, omdat verschillende investeringsfondsen moeten worden geconsolideerd (Delta Lloyd). De 16 ondernemingen die in 2013 voor het eerst IFRS 10 toepasten, rapporteerden allemaal dat dit geen of geen materiële invloed heeft gehad op de consolidatiekring. In een jaarrekening stond geen vermelding van de eerste toepassing in 2013 of 2014. Opmerkelijk is dat in acht jaarrekeningen nog de oude definitie van control wordt gehanteerd.

Dat slechts een bedrijf een materiële invloed op de consolidatiekring rapporteerde, is verklaarbaar vanuit een van de doelstellingen van IFRS 10. Deze doelstelling houdt in de definitie van de consolidatiekring meer consistent te maken zonder belangrijke inhoudelijke wijzigingen.

Bij 40 van de 50 ondernemingen is in de jaarrekening ten minste een lijst opgenomen van (belangrijke) dochterondernemingen. Bij 3 ondernemingen is zelfs een organigram opgenomen met de samenstelling van de groep. Uit de jaarrekening van Air France-KLM over 2014 blijkt dat er veel dochterondernemingen zijn die geconsolideerd zijn, maar waar het percentage control, de stemrechten op aandelen, lager ligt dan 50 procent. Dit houdt in dat er andere omstandigheden zijn die geleid hebben tot control. Een nadere toelichting waarom sprake is van beslissende zeggenschap ontbreekt echter.

3.3 Vermindering van bright lines

Naast diversiteit in de praktijk was er nog een ander probleem bij de oude standaarden: de nadruk op bright lines bij de beoordeling van control. IFRS 10 zou het gebruik van bright lines moeten verminderen. Bij IAS 27 lag de nadruk op de meerderheid van de stemrechten in de algemene vergadering van aandeelhouders van de deelneming. In deze beoordeling werden tevens de op dit moment uitoefenbare potentiële stemrechten betrokken. Hierdoor lag de nadruk op de uitoefendatum, in plaats van op de voorwaarden voor uitoefening van deze potentiële stemrechten. Zo mochten de intentie van de houder van de potentiële stemrechten en de mogelijkheid om financiering te krijgen om de potentiële stemrechten uit te oefenen, niet worden meegewogen (IASB, 2012b).

Onder IFRS 10 moet worden beoordeeld of potentiële stemrechten materieel zijn. Hierbij worden wel de voorwaarden voor uitoefening in aanmerking genomen. Als een potentieel stemrecht op dit moment uitoefenbaar is, of in een toekomstige periode uitoefenbaar wordt, maar 'deeply-out-of-the-money' is of zal zijn, dan wordt deze niet meegenomen in de beoordeling van control. Zo is de nadruk verschoven van de uitoefeningsdatum naar de economische kenmerken van potentiële stemrechten (IASB, 2012b).

Bij SIC-12 ging het om de meerderheid van de risks and rewards. Zowel IAS 27 en SIC-12 kende een kwantitatieve grenslijn. Een dergelijke grenslijn biedt structureringmogelijkheden, zoals verderop zal blijken bij de zaak Enron. IFRS 10 kent geen bright lines, maar bevat duidelijke principes. Uit onderzoek blijkt dat dergelijke principes minder vatbaar zijn voor structurering (Demski, 2002; Schipper, 2003).

Accountingstandaarden gebruiken vaak bright line-criteria om onderscheid te maken tussen transacties met een verschillende verwerkingswijze. Een voorbeeld is de regel dat een lease kwalificeert als capital

lease wanneer de leasetermijn groter is dan/ gelijk is aan 75 procent van de economische levensduur van het object. Als alternatief had gekozen kunnen worden voor een leasetermijn die het overgrote deel van de economische levensduur beslaat. Deze definitie is echter minder duidelijk en kan tot variëteit leiden in de praktijk. De variëteit kan worden verminderd door meer regels op te nemen, bijvoorbeeld gedetailleerde toepassingsrichtlijnen. De keerzijde hiervan is dat er sprake kan zijn van een zogenaamde information overload. De toenemende complexiteit van een standaard leidt tot verslechterde toepasbaarheid. Dit kan worden verholpen door in de richtlijnen een duidelijk stappenplan op te nemen voor de implementatie van de standaard of door een goede structuur te geven aan de standaard (Nelson, 2003).

Uit de onderzoeksliteratuur blijkt dat uniforme toepassing beter kan worden bewerkstelligd met gedetailleerde toepassingsrichtlijnen dan met bright lines (Nelson, 2003). Wat opvalt aan IFRS 10 is dat de standaard zelf relatief klein is ten opzichte van andere IFRS-standaarden (2000 woorden), terwijl de toepassingsleidraad relatief omvangrijk is (15000 woorden) (Blommaert & Kamp, 2015). Geconcludeerd kan dus worden dat de resultaten uit de onderzoeksliteratuur ter harte zijn genomen.

Enron is een voorbeeld van een bedrijf waarbij bright lines een rol speelden. Bij Enron werden eind vorige eeuw en begin deze eeuw financiële constructies opgetuigd zodat kosten en schulden werden geboekt bij (niet-geconsolideerde) special purpose entities, waardoor de resultaten van Enron zelf werden verbeterd en aan de verwachtingen van investeerders werd voldaan (van Beest, 2011b). Het boekhoudschandaal dat hierdoor werd veroorzaakt, leidde tot een daling van het vertrouwen van externe investeerders in de financiële markten en bovenal in het management van bedrijven. Om het vertrouwen van de externe stakeholders terug te winnen en een antwoord te bieden op de schandalen, werden accountingstandaarden aangepast en nieuwe geïntroduceerd. Dit resulteerde in twee grote institutionele veranderingen. Ten eerste tekenden de FASB en de IASB de 'Norwalk agreement'. Met deze overeenkomst bekrachtigen beide partijen hun inzet om te komen tot een globale verslaggevingsstandaard. Vanaf 2002 zijn hiervoor verschillende convergentieprojecten gestart. Ten tweede zijn Europese beursgenoteerde bedrijven vanaf 1 januari 2005 verplicht hun jaarrekening op te stellen op basis van IFRS (EY, 2016).

Van Beest (2011a) stelt dat de fraude bij Enron grotendeels voorkomen had kunnen worden, indien toentertijd de huidige vereisten van IFRS 10 deel hadden uitgemaakt van US GAAP, op basis waarvan Amerikaanse beursgenoteerde ondernemingen rapporteren. Het schandaal heeft volgens hem plaats kunnen vinden door het misbruiken van de numerieke vereisten in de accountingstandaarden. In de praktijk was consolidatie van groepsmaatschappijen onder US GAAP niet vereist wanneer ten minste drie procent van de totale schulden en het eigen vermogen van de special purpose entity in handen was van een onafhankelijke derde (Healy & Palepu, 2003). Bovendien moest deze derde een controlling financial interest hebben. Controlling financial interest was gedefinieerd als de meerderheid van de stemrechten.

De drie procents-regel is een voorbeeld van een bright line. Het was tot januari 2003 mogelijk te voldoen aan de standaard, maar tegelijkertijd het doel ervan te ontwijken. Een nadeel van een rules-based standaard als US GAAP is dat te veel regels leiden tot omzeiling van die regels (Nelson, 2003). Het management van een bedrijf gaat bijvoorbeeld een transactie aan die niet valt onder specifieke regels. Het management kiest ervoor om de transactie naar keuze te verantwoorden. Wanneer de accountant

vervolgens de jaarrekening controleert en de verantwoording onjuist bevindt, krijgt hij tegengeworpen dat nergens staat dat het niet mag. Het management beroept zich op het feit dat zeer veel transacties worden geregeld door de accountingstandaard, behalve deze transactie, en dat deze daarom naar keuze verantwoord kan worden. De accountingbranche vraagt vervolgens om meer regels voor deze nieuwe transacties en de vicieuze cirkel is een feit. Onder principles-based standaarden heeft de accountant meer professionele oordeelsvorming nodig en kan hij aan de hand van algemene principes bepalen wat de juiste manier van verantwoording is (Weil, 2002).

Onder IFRS 10, waarin effectieve beleidsbepalende invloed geldt als criterium, zou het niet-consolideren nooit geaccepteerd zijn, aangezien de CFO van Enron wel degelijk grote beleidsbepalende invloed kon uitoefenen als bestuurslid van de overige vennootschappen. Accountingstandaarden zijn weliswaar niet allesbepalend, maar kunnen wel bijdragen aan het voorkomen van schandalen zoals bij Enron (van Beest, 2011a)

3.4 Verbeterde toelichtingseisen IFRS 12

Hoewel IFRS 12 geen onderwerp is van deze scriptie, zijn de verbeterde toelichtingseisen wel een belangrijk onderdeel om te benoemen. De verbeterde toelichtingseisen voor de geconsolideerde jaarrekening en niet-geconsolideerde entiteiten, die werden geïntroduceerd door de toepassing van IFRS 10 en IFRS 12, vormen een van de belangrijkste veranderingen. IAS 27 en SIC-12 bevatten beperkte toelichtingseisen voor deelnemingen en bevatten geen toelichtingseisen voor de niet-geconsolideerde entiteiten (IASB, 2012b). Onder IFRS 12 is een entiteit verplicht te openbaren wat haar ertoe heeft doen concluderen dat er sprake is van control over een andere entiteit. Zelfs als het management besluit dat er geen sprake is van control, moet de informatie die geleid heeft tot dit besluit, worden geopenbaard (EY, 2011). Daarnaast verplicht IFRS 12 bedrijven om, ook wanneer een structured entity niet meegeconsolideerd wordt, gegevens over deze soort entiteit op te nemen in de jaarrekening. Deze gegevens omvatten het karakter, doel, grootte en activiteiten van de entiteit en hoe deze is gefinancierd (IFRS 12.26). Deze veranderingen werden doorgevoerd als reactie op de financiële crisis en waren gericht op het vergroten van de transparantie.

3.5 Samenvatting

In dit hoofdstuk zijn de belangrijkste verschillen tussen IFRS 10 en IAS 27 besproken. Hier gaat het allereerst om de invoering van een consolidatiemodel voor alle soorten entiteiten. Er is geen aparte regeling meer voor special purpose entities. Bovendien is het control-begrip aangepast. Een ander belangrijk verschil is de vermindering van bright lines. IFRS 10 is een standaard zonder numerieke vereisten, die oordeelsvorming eist van zowel managers als accountants. Tot slot is van belang dat ook de toelichtingseisen van IFRS 12 zijn verbeterd. De overwegingen die zijn gemaakt voor het beoordelen of sprake is van control, moeten worden geopenbaard.

Hoofdstuk 4 Waarderelevantie

4.1 Inleiding

In dit hoofdstuk komt aan de orde wat waarderelevantie is en hoe het wordt gemeten. Allereerst zal de paper van Barth, Beaver en Landsman (2001) worden besproken. Deze paper geeft een beeld van wat waarderelevantie is en geeft een kritische beschouwing van de paper van Holthausen en Watts (2001). Vervolgens zal het Ohlson-model als methode voor het meten van waarderelevantie van accountinginformatie worden besproken, aangezien Müller dit model gebruikt in zijn onderzoek. Het onderzoek van Müller dat als basis dient voor het onderzoek in deze scriptie, zal ten slotte worden behandeld. Afgesloten wordt met een samenvatting van het hoofdstuk.

4.2 Paper Barth, Beaver en Landsman

De paper van Barth, Beaver en Landsman (2001) is getiteld 'The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view'. De auteurs gaan in op de paper van Holthausen en Watts (2001) en zijn een andere mening toegedaan. Een belangrijke conclusie van Holthausen en Watts is dat waarderelevantie-onderzoek weinig tot geen inzicht biedt voor het ontwerpen van accountingstandaarden. Barth, Beaver en Landsman concluderen dat waarderelevantie-onderzoek wel nuttige inzichten biedt voor het ontwikkelen van standaarden en bespreken zes misvattingen in het onderzoek van Holthausen en Watts.

Waarderelevantie

Allereerst is van belang te weten wat onder waarderelevantie wordt verstaan. In de bestaande literatuur wordt accountinginformatie waarderelevant geacht op het moment dat deze informatie op een voorspelbare manier is geassocieerd met aandelenprijzen. Volgens Barth, Beaver en Landsman is het onderzoek van Amir, Harris en Venuti het eerste onderzoek waarin de term waarderelevant op een dergelijke manier wordt gehanteerd (Amir, Harris, & Venuti, 1993).

Andere onderzoekers gebruiken de term op eenzelfde wijze⁶. De beoogde doelgroep voor het wetenschappelijke waarderelevantie-onderzoek betreft vooral de academische wereld zelf. Het doel van het onderzoek is om de kennis over de relevantie en betrouwbaarheid van accountinginformatie te vergroten. Een bepaalde post uit de jaarrekening heeft alleen een voorspelde significante relatie met de aandelenprijzen (en is dus waarderelevant), op het moment dat aan twee voorwaarden is voldaan:

1. De post geeft informatie weer die relevant is voor investeerders voor het bepalen van de waarde van het bedrijf; en
2. De post is op een dermate betrouwbare manier gemeten dat het gereflecteerd wordt in de aandelenprijzen.

De relevantie en betrouwbaarheid tezamen genomen vormen dus de twee voorwaarden voor waarderelevantie. Alleen wanneer een post relevant is voor een investeerder, kan deze post de keuze van de investeerder beïnvloeden. Niet vereist is dat de informatie nieuw is. Bovendien is er een verschil tussen

⁶ Zie bijvoorbeeld Beaver (1998), Ohlson (1999) en Barth (2000).

waarderelevantie en beslissingsrelevantie. Een post kan weliswaar waarderelevant zijn, maar als deze post wordt opgevolgd door meer up-to-date informatie, zal deze waarschijnlijk niet langer de keuze van de investeerder beïnvloeden. Een toets naar waarderelevantie is een toets van zowel relevantie als betrouwbaarheid. Waar waarderelevantie ontbreekt, kan moeilijk bepaald worden of dit te wijten is aan een gebrek aan relevantie of betrouwbaarheid.

Mogelijke toetsen

Er zijn verschillende soorten studies naar waarderelevantie, waarbij de aandelenprijs veelal als criterium voor waarderelevantie dient. Marktefficiëntie is geen veronderstelling in deze studies, aangezien de aandelenprijzen weergeven wat de gedeelde verwachtingen zijn van investeerders, ongeacht of deze verwachtingen gefundeerd zijn. Dit houdt in dat niet wordt verondersteld dat de aandelenprijs een waar of niet-vertekend beeld geeft van de werkelijke waarde van het eigen vermogen, de activa of schulden en de winstgenererende capaciteit van een bedrijf. In plaats daarvan zijn onderzoekers van waarderelevantie geïnteresseerd in hoe goed bepaalde accountinghoeveelheden worden weergegeven in de gedeelde verwachtingen van investeerders en dus tot uitdrukking komen in de aandelenprijzen.

De toetsen zijn vaak gericht op de coëfficiënten van de accountingvariabelen in de regressiefunctie. Hierbij zijn verschillende mogelijkheden waarneembaar in de wetenschappelijke literatuur.

Sommige wetenschappers toetsen of de coëfficiënt van de bestudeerde accountingvariabele significant verschilt van nul, met het voorspelde teken. Wanneer de nulhypothese van geen significante relatie/ niet-voorspeld teken wordt verworpen, kan worden geconcludeerd dat de accountingvariabele relevant is en niet volledig onbetrouwbaar.

Andere wetenschappers toetsen of de geschatte coëfficiënt van de accountingvariabele verschilt van die van andere bekende variabelen uit de jaarrekening. Wanneer de nulhypothese wordt verworpen, is dit bewijs voor het feit dat de relevantie en betrouwbaarheid van de accountingvariabele verschilt van die van de andere variabelen.

Een andere mogelijkheid is het bestuderen of de coëfficiënt van de accountingvariabele verschilt van de theoretische coëfficiënt gebaseerd op een waarderingsmodel. Het verwerpen van de nulhypothese wordt geïnterpreteerd als bewijs dat de accountingvariabele niet accuraat de economische kenmerken van hetgeen het beoogt te meten, weergeeft. Tot slot zijn er onderzoeken die specifieke voorspellingen toetsen. Het gaat dan om voorspellingen met betrekking tot de grootte van de coëfficiënt ontleend aan een model voor relevantie en betrouwbaarheid. Het doel van deze categorie toetsen is het meten van de betrouwbaarheid van de accountingvariabele.

Misvattingen in de paper van Holthausen en Watts

Vervolgens gaan Barth, Beaver en Landsman in op de relevantie van het waarderelevantie-onderzoek voor standard setters en verschillende misvattingen hierover in de paper van Holthausen en Watts. Volgens Barth, Beaver en Landsman zijn de onderzoeken naar waarderelevantie waardevol voor verschillende niet-academische groepen, zoals de FASB en de IASB, maar ook voor de opstellers van jaarrekening zoals managers van banken. Hoewel de onderzoeken waarderelevant zijn, hebben ze vaak geen normatieve implicaties of specifieke beleidsaanbevelingen. Het afleiden van beleidsimplicaties is vaak niet mogelijk,

omdat wetenschappelijk onderzoek geen rekening houdt met allerlei sociale factoren, zoals afwegingen omtrent welvaart, die in de praktijk wel moeten worden meegewogen.

De zes misvattingen in de paper van Holthausen en Watts (2001) zijn:

1. Waarderelevantie-onderzoek verschaft inzicht in vragen van standard setters en andere niet-academische doelgroepen. Alhoewel er geen omvangrijke wetenschappelijke theorie is over accounting of standard setting, heeft de FASB zijn theorie geformuleerd in de Concepts Statements. Het waarderelevantie-onderzoek maakt gebruik van de principes uit deze Statements en operationaliseert deze principes.
2. De primaire focus van de FASB en IASB zijn de eigen vermogen-investeerders. Dit is tevens waar waarderelevantie om draait. De jaarrekening kent natuurlijk ook andere gebruikers, zoals vreemd vermogen-investeerders. De mogelijk contrasterende toepassingen van jaarrekeningen verminderen op geen enkele wijze het belang van waarderelevantie-onderzoek.
3. Empirische implementaties van waarderingsmodellen kunnen worden gebruikt om kwesties over waarderelevantie op te lossen, ondanks dat de modellen vaak vereenvoudigende veronderstellingen maken.
4. Waarderelevantie-onderzoek is de basis voor het bewijs dat sommige financial accounting practices door eigen vermogen-investeerders als conservatief worden gezien. Het onderzoek verklaart waarom de marktwaarde van het eigen vermogen hoger ligt dan de boekwaarde van het eigen vermogen. Een reden waarom de reële waarde niet tot uitdrukking komt in de financiële verslaggeving is het feit dat de FASB twijfels heeft over de betrouwbaarheid van de reële waarde. Conservatisme is dus een gevolg van het toepassen van het betrouwbaarheidsbeginsel.
5. Waarderelevantie-onderzoek is ontworpen om te beoordelen of bepaalde accountingvariabelen informatie weergeven die worden gebruikt door investeerders om de waarde van het eigen vermogen te bepalen. Waarderelevantie-onderzoek wordt meestal niet ontworpen om de bruikbaarheid van accountingvariabelen te beoordelen.
6. Econometrische technieken kunnen en worden toegepast om de effecten van econometrische problemen die de validiteit van conclusies uit het onderzoek beperken, te verzachten.

Barth et al. zijn het eens met de opvatting van Holthausen en Watts dat waarderelevantie-onderzoek niet noodzakelijk, noch voldoende is voor de besluitvorming door standard setters. Toch vermindert dit volgens hen niet de relevantie van het onderzoek. Volgens hen claimt geen enkel waarderelevantie-onderzoek noodzakelijk of voldoende te zijn voor besluitvorming. Waarderelevantie kan niet noodzakelijk zijn, omdat de jaarrekening niet alleen bestemd is voor eigen vermogen-investeerders. Waarderelevantie kan niet voldoende zijn, omdat standard setters beslissingen moeten nemen over sociale welvaart-tradeoffs, die niet tot uitdrukking komen in het begrip waarderelevantie. Het doel van het waarderelevantie-onderzoek is om nieuwe kennis te verschaffen over de relatie tussen accountingvariabelen en aandelenprijzen, zodat de standard setters deze informatie kunnen gebruiken bij het ontwerpen van standaarden.

De literatuur over waarderelevantie is niet bedoeld als enige informatiebron voor wie dan ook, academisch of niet-academisch. Dit is echter geen tekortkoming van de literatuur. De omvang en alomtegenwoordigheid van artikelen over waarderelevantie in de belangrijkste accountingtijdschriften tonen dit aan.

Waarderelevantie-onderzoek is niet hetzelfde als het schatten van de waarde van een bedrijf. Het laatste wordt wel fundamental analysis research (H&W: direct equity valuation research) genoemd. Volgens Holthausen en Watts is het waarderelevantie-onderzoek aan te merken als inputs-to-equity valuation research. Beide soorten studies gebruiken aandelenprijzen als criterium, maar hebben een verschillend doel. Doordat het doel verschilt, verschillen ook de opgestelde hypothesen en de regressievergelijkingen. Bij fundamental analysis research bevat de regressievergelijking alle variabelen die de huidige bedrijfswaarde verklaren of de toekomstige bedrijfswaarde voorspellen. Dit omvat ook informatie die nog niet in de financiële verslaggeving is opgenomen. Bij onderzoeken naar waarderelevantie daarentegen worden alleen specifieke variabelen opgenomen in de regressievergelijking, om te onderzoeken wat de relatie is van deze variabelen met de aandelenprijzen. De accountingvariabelen worden afgeleid uit de financiële verslaggeving, dus niet uit alle beschikbare informatie.

Waarderelevantie-onderzoek kan zich richten op het prijsniveau van een aandeel of op de prijsverandering. Bij de eerste categorie wordt bepaald wat wordt gereflecteerd in de bedrijfswaarde en bij de tweede categorie wat wordt gereflecteerd in de waardeveranderingen over een bepaalde periode. Daarnaast kent onderzoek naar waarderelevantie twee perspectieven: signalling en measurement. Bij signalling wordt gekeken of er een reactie is op de aandelenmarkt na de aankondiging van accountinginformatie; bij measurement wordt de expliciete relatie tussen accountinginformatie en de marktwaarde bepaald (Hellström, 2006).

Keuze voor een waarderingsmodel

Holthausen en Watts bespreken drie verschillende modellen voor het meten van de marktwaarde van het eigen vermogen. Het eerste model is het *balance sheet-model*. Hierin is de marktwaarde van het eigen vermogen gelijk aan de marktwaarde van de activa verminderd met de marktwaarde van de schulden. Dit model is juist als er voor elk activum en voor elke schuld een competitieve markt bestaat. Het tweede model is het *earnings-model*. Hierin wordt de marktwaarde van het eigen vermogen geregresseerd op de componenten van de winst(verandering) en de winst(verandering) zelf. Het derde model is het *Ohlson-model*. In dit model wordt de aandelenprijs geschreven als lineaire functie van de winst en de boekwaarde van het eigen vermogen.

4.3 Het Ohlson-model

Op het moment dat Barth et al. hun paper schrijven, is het Ohlson-model en zijn verfijningen een veelgebruikt model voor het meten van waarderelevantie (Ohlson, 1995; Feltham & Ohlson, 1995). Zo schrijven Dechow, Hutton en Sloan dat het bestaande empirische onderzoek over het algemeen het model ondersteunt (Dechow, Hutton, & Sloan, 1998). Het artikel waarin Ohlson zijn model beschrijft, heeft bijna 6.000 citaties op Google Scholar.

In het Ohlson-model is de bedrijfswaarde een lineaire functie van de boekwaarde van het eigen vermogen en de contante waarde van de verwachte toekomstige abnormale winsten. Een veronderstelling die wordt gemaakt in het model is dat er sprake is van perfecte kapitaalmarkten.

Ohlson toont aan dat balance-sheet based en earnings-based modellen twee extremen zijn die ontstaan als gevolg van de beperkende veronderstellingen over de voortdurende van abnormale winsten. Het Ohlson-model is niet gebaseerd op de waarde van de activa en schulden dan wel de permanente winst. Het model is gebaseerd op de boekhoudkundige winst en de boekwaarde van het eigen vermogen.

Het Ohlson model is zoals alle modellen gebaseerd op vereenvoudigende veronderstellingen. Daarom is het een partieel evenwichtsmodel, die het accountingstelsel als gegeven beschouwd. Het model leidt dan ook geen 'optimaal' accountingstelsel af. Dat het geen optimaal accountingstelsel bepaalt, vormt geen beletsel om het model te gebruiken om de waarderelevantie van accountinghoeveelheden te bepalen.

Het model beschrijft de relatie tussen de marktwaarde van het eigen vermogen en de huidige en toekomstige winsten, boekwaarden en dividenden. Twee theorieën over het eigen vermogen liggen ten grondslag aan het model:

1. De clean surplus-relatie: de verandering in de boekwaarde van het eigen vermogen is gelijk aan de nettowinst verminderd met de dividenduitkeringen (kapitaalcontributies buiten beschouwing gelaten). Deze relatie is clean, omdat alle veranderingen in activa/ schulden die niet gerelateerd zijn aan dividend, in de winst-en verliesrekening terecht komen.
2. Dividenden verlagen de huidige boekwaarde van het eigen vermogen, maar niet de huidige winst. Hierbij gelden twee door Modigliani en Miller ontwikkelde principes. Ten eerste levert een dollar uitgekeerd dividend een daling van een dollar marktwaarde op en ten tweede heeft uitgekeerd dividend een negatief effect op de verwachte toekomstige winst (Modigliani & Miller, 1958; Miller & Modigliani, 1961). Een stijging van het dividend verlaagt de geaggregeerde winst van de komende twee perioden.

Ohlson maakt gebruik van het neoklassieke raamwerk. Dit betekent dat wordt uitgegaan van de veronderstelling dat de waarde van een onderneming gelijk is aan de contante waarde van de verwachte toekomstige dividenden. Het model toont de relevantie van het effect van abnormale winsten (residual income) op de waarde van een bedrijf. Abnormale winsten zijn gedefinieerd als de winst verminderd met de boekwaarde van het eigen vermogen aan het begin van de periode vermenigvuldigd met de vermogenskostenvoet (cost of capital). Abnormale winsten worden gereflecteerd in een verschil tussen de marktwaarde en de boekwaarde van de onderneming, ook wel goodwill genaamd. Goodwill is gelijk aan de contante waarde van de verwachte toekomstige abnormale winsten. Aangenomen wordt dat abnormale winsten autoregressief zijn. Dit houdt in dat de winst in een bepaalde periode, bijvoorbeeld een jaar, afhankelijk is van de winst van een voorgaand jaar. De y-variabele winst is een lineaire functie van de eigen lag, de winst van voorgaand jaar. Wanneer abnormale winsten autoregressief zijn, dan is goodwill gelijk aan de huidige abnormale winsten geschaald door een (positieve) constante. De conclusie is dat waarde kan worden ontleend uit abnormale winsten zonder rekening te houden met vroegere of toekomstige verwachte dividenden.

Het door Ohlson ontwikkelde waarderingsmodel kent drie primaire veronderstellingen:

1. De marktwaarde wordt bepaald door de contante waarde van de verwachte dividenden. Eenvoudigheidshalve wordt risiconneutraliteit verondersteld, zodat de verdisconteringsvoet gelijk is aan de risicovrije rentevoet.

2. Er is voldaan aan de clean surplus-relatie en dividenden verminderen de huidige boekwaarde van het eigen vermogen zonder een effect te hebben op de huidige winst.
3. Een lineair model beschrijft de stochastische trend van abnormale winsten. Een stochastische trend is random en varieert over de tijd. De trend kan een lange periode van stijging zijn, gevolgd door een lange periode van daling (Stock & Watson, 2015).

Het waarderingsmodel is gericht op de voorspelling van abnormale winsten. De abnormale winsten op $t+1$ zijn een lineaire functie van de abnormale winsten op t , plus een correctie voor een variabele die andere informatie dan accountingdata en dividenden weergeeft. De variabele voor de andere informatie is eveneens autoregressief.

Ohlson veronderstelt daarnaast een economie met risiconeutraliteit en homogene verwachtingen. De marktwaarde van een bedrijf is dan gelijk aan de contante waarde van de verwachte toekomstige dividenden. Wanneer wordt aangenomen dat de rentevoet niet stochastisch is en een vlakke term structure heeft, kan de eerste veronderstelling als volgt worden geformuleerd:

$$1. P_t = \sum_{\tau=1}^{\infty} R_f^{-\tau} E_t[d_{t+\tau}]$$

P_t = de marktwaarde van het eigen vermogen op tijdstip t

d_t = het uitbetaalde netto-dividend in periode t (uitbetaald dividend – kapitaalstortingen)

R_f = de risicovrije rentevoet plus een (r_f+1)

$E_t[\cdot]$ = de verwachte waarde van de informatie op tijdstip t

De tweede veronderstelling kan als volgt worden geformuleerd:

$$2. y_t = y_{t-1} + x_t - d_t$$

y_t = de boekwaarde van het eigen vermogen op tijdstip t

y_{t-1} = de boekwaarde van het eigen vermogen op tijdstip $t-1$

x_t = de nettowinst in periode t

d_t = het uitbetaalde netto-dividend in periode t (uitbetaald dividend – kapitaalstortingen)

Wanneer de verwachte groeivoet van de boekwaarde van het eigen vermogen kleiner is dan r_f (risicovrije rentevoet), dan is de formule voor de marktwaarde van het eigen vermogen als volgt:

$$P_t = y_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} R_f^{-\tau} E_t[\tilde{x}_{t+\tau}^a], \text{ waarbij}$$

$$x_t^a = x_t - (R_f - 1)y_{t-1}.$$

x_t^a zijn abnormale winsten.

Conclusie

In de paper van Ohlson zijn een aantal ideeën gecombineerd. Dit is allereerst de clean surplus –relatie. Deze relatie houdt in dat de verandering in de boekwaarde van het eigen vermogen gelijk is aan de nettowinst verminderd met de dividenduitkeringen. Ten tweede wordt aangenomen dat de abnormale winsten autoregressief zijn. Wanneer deze twee ideeën worden gecombineerd, wordt de contante waarde van de verwachte abnormale winsten verkregen. Een derde idee is dat dividenden worden betaald uit de boekwaarde, niet uit de huidige winst. Wanneer deze veronderstelling wordt toegevoegd, komen we tot de kern van het model: de abnormale winsten hangen niet af van het huidige of toekomstige dividendbeleid. Dividenden reduceren de marktwaarde op een dollar-voor-dollar basis, want dividenden reduceren de boekwaarde op een dollar-voor-dollar basis, maar hebben geen invloed op de abnormale

winst. Dit wordt ook wel de 'value displacement' theorie genoemd. Dividenduitkeringen verlagen voorts de verwachte toekomstige winst. De winst is gerelateerd aan de netto-investering in activa, aan de boekwaarde van het eigen vermogen. Dividenduitkeringen verlagen de boekwaarde en dus de verwachte toekomstige winst.

4.4 Paper Müller

Inhoud van het onderzoek

De meerderheid van de bedrijven die genoteerd is aan een grote Europese aandelenmarkt heeft een of meer groepsmaatschappijen, als gevolg waarvan ze zowel een geconsolideerde als een enkelvoudige jaarrekening moet publiceren, aldus Müller (2014). Bovendien zijn deze bedrijven sinds 1 januari 2005 verplicht om hun geconsolideerde jaarrekening op te stellen op basis van IFRS, waardoor ze te maken krijgen met verschillende soorten regelgeving: IFRS voor de geconsolideerde jaarrekening en nationale regelgeving (gebaseerd op Europese richtlijnen) voor de enkelvoudige jaarrekening.

Müller (2014) heeft onderzocht wat het effect is van de verplichte adoptie van IFRS in de Europese Unie op de absolute en relatieve kwaliteit (waarderelevantie) van de geconsolideerde financiële verslaggeving. Hierbij onderzocht hij bedrijven genoteerd aan de drie grootste Europese aandelenmarkten; London Stock Exchange, NYSE Euronext en Deutsche Börse.

De kwaliteit van de geconsolideerde financiële verslaggeving kan goed worden gemeten op de kapitaalmarkt, waar de beslissingen van investeerders direct tot uitdrukking komen in de aandelenprijs van de rapporterende entiteit. De kwaliteit van de verslaggeving wordt gemeten aan de hand van waarderelevantie. Waarderelevantie staat hier voor het vermogen van de financiële informatie om de informatie die de aandelenprijzen beïnvloedt, te omvatten of samen te vatten (Francis & Schipper, 1999).

Onderzoeksmethodologie

Müller hanteert een empirische relatie-onderzoeksmethode. De basis van zijn onderzoek is het eerder besproken Ohlson-model. Müller ontwikkelde drie econometrische modellen die de mate van associatie tussen de aandelenprijs en de informatie uit de jaarrekening (eigen vermogen/aandeel en nettowinst/aandeel, zowel geconsolideerd als enkelvoudig) meten. Door de verklarende kracht van deze regressiemodellen met elkaar te vergelijken in de periode voor adoptie van IFRS (2003-2004) en na adoptie van IFRS (2005-2006) kunnen de hypothesen worden beantwoord. Er is sprake van een absolute stijging in waarderelevantie van de geconsolideerde jaarrekening, indien de verklarende kracht van de regressievergelijking met geconsolideerde variabelen na 2005 significant beter is dan voor 2005. Van een relatieve stijging in waarderelevantie is sprake indien het verschil in verklarende kracht van de geconsolideerde en enkelvoudige regressievergelijking na 2005 significant groter is dan voor 2005.

Conclusie

De conclusie van deze paper is dat de absolute kwaliteit (waarderelevantie) van de geconsolideerde jaarrekening na adoptie van IFRS is verhoogd. Daarnaast is sprake van een stijging in het kwaliteit surplus van geconsolideerde verslaggeving ten opzichte van enkelvoudige verslaggeving na de verplichte adoptie van IFRS voor geconsolideerde verslaggeving.

4.5 Samenvatting

In de bestaande literatuur wordt accountinginformatie waarderelevant geacht op het moment dat deze informatie op een voorspelbare manier is geassocieerd met de aandelenprijzen. Een bepaalde post uit de jaarrekening heeft alleen een voorspelde significante relatie met de aandelenprijzen op het moment dat de post informatie weergeeft die relevant is voor investeerders om de waarde van een bedrijf te bepalen en op een dermate betrouwbare manier gemeten is dat deze informatie gereflecteerd wordt in de aandelenprijzen.

Waarderelevantie-onderzoek kan zich richten op het prijsniveau van een aandeel of op de prijsverandering. Er zijn verschillende modellen om waarderelevantie te bepalen. Een van deze modellen is het Ohlson-model, waarin de aandelenprijs geschreven is als lineaire functie van de winst en de boekwaarde van het eigen vermogen. Ohlson (1995) combineerde verschillende theorieën over het eigen vermogen om tot zijn model te komen.

Tot slot is de paper van Müller (2014) besproken. Hij ontwikkelde drie econometrische modellen, waarvan hij de verklarende kracht voor en na de adoptie van IFRS in 2005 vergeleek, om tot de conclusie te komen dat zowel de absolute als de incrementele kwaliteit van de geconsolideerde jaarrekening na deze adoptie is toegenomen.

Hoofdstuk 5 Data

In deze scriptie zal worden gekeken naar beursgenoteerde ondernemingen aan de Amsterdam Exchange index (AEX). De AEX bestaat maximaal uit de 25 grootste aandelenfondsen die verhandeld worden aan Euronext Amsterdam. De index bestaat sinds 1983 en de samenstelling ervan wordt vier keer per jaar herzien, waarbij een volledige jaarlijkse herziening plaatsvindt in maart.

De bedrijven die deel uitmaken van dit onderzoek zijn ontleend aan de databank Orbis. Het betreft 20 aandelenfondsen (zie bijlage 1). Altice is niet meegenomen, aangezien de aandelenprijzen van dit bedrijf niet voor alle jaren beschikbaar zijn in Datastream. Een aantal andere bedrijven wordt niet meegenomen, aangezien de structuur en accounting practices van financiële ondernemingen significant verschillen van niet-financiële ondernemingen (Hellström, 2006). Het betreft 2 bedrijven actief in de bankensector (ABN AMRO en ING) en 2 in de verzekeringsbranche (AEGON en Nationale Nederlanden Groep).

Bedrijven die niet gedurende de hele periode tot de AEX behoorden, zijn niet uit de steekproef verwijderd, aangezien ze wel gedurende de hele periode beursgenoteerd waren (aan Euronext Amsterdam of een andere Europese aandelenbeurs). In lijn met Müller (2014) zullen de twee jaren voorafgaand en de twee jaren volgend op de verplichte toepassing worden onderzocht. Het betreft de jaren 2012, 2013, 2014 en 2015. 2016 zal worden meegenomen om te kijken of de implementatie ook gevolgen heeft gehad op lange(re) termijn. Uiteindelijk werd een sample verkregen van 20 bedrijven, dit komt neer op 100 observaties (bedrijf x 5 jaar).

De dagelijkse slotkoersen van de aandelenfondsen zijn verkregen via Datastream. De gemiddelde slotkoers van de aandelen wordt berekend in de periode van 31 maart tot 30 april. Er werd gekozen voor deze periode in het jaar, omdat de ondernemingen dan normaliter al het jaarverslag voor het voorafgaande jaar hebben gepubliceerd. Door de gemiddelde slotkoers te berekenen voor een periode, in plaats van de slotkoers op een dag te gebruiken, wordt een beter beeld verkregen. De dagelijkse schommelingen in aandelenprijzen, veroorzaakt door factoren die niet gerelateerd zijn aan informatie uit de financiële verslaggeving, worden zo geneutraliseerd.

De boekwaarde per aandeel en de nettowinst per aandeel op geconsolideerd niveau werden verkregen via Orbis en Datastream. Enkelvoudige gegevens waren beperkt beschikbaar in de databases (enkel voor Unilever N.V., zie bijlage 1). Deze gegevens zijn verkregen uit de jaarrekeningen van de bedrijven. De nettowinst per aandeel is verkregen door de nettowinst in een bepaald jaar te delen door het aantal uitstaande aandelen per 31 december van het betreffende jaar. De boekwaarde van het eigen vermogen per aandeel is verkregen door het totale eigen vermogen in een bepaald jaar te delen door het aantal uitstaande aandelen per 31 december van het betreffende jaar. Niet bij alle bedrijven waren de enkelvoudige gegevens voorhanden. Uiteindelijk zijn 16 bedrijven onderzocht voor de incrementele kwaliteitsstijging (niet Arcelor Mittal, Royal Dutch Shell, SBM Offshore en Unibail-Rodamco).

Hoofdstuk 6 Methodologie

Om de onderzoeksvraag te kunnen beantwoorden, zullen de volgende hypothesen worden getoetst met behulp van Stata:

1. *“De geconsolideerde jaarrekening op basis van IFRS 10 is van betere kwaliteit (meer waarderelevant) dan de geconsolideerde jaarrekening op basis van IAS 27”.*

Investeerders hebben de IASB gevraagd om verbeterde verslaggeving over groepsmaatschappijen en structured entities, om zo beter de waarde van en risico's verbonden aan hun huidige of toekomstige investeringen te kunnen bepalen (IASB, 2012a). De IASB is van mening met IFRS 10 een verbeterde standaard te hebben ingevoerd. Doelen zijn het bereiken van meer consistente verslaggeving door de invoering van een consolidatiemodel voor alle soorten entiteiten, betere richtlijnen en het wegnemen van bright lines. De verwachting is dus dat IFRS 10 van hogere kwaliteit is dan IAS 27 en meer waarderelevant is voor de gebruiker van de jaarrekening.

Om de eerste hypothese over de absolute stijging in waarderelevantie te toetsen, wordt het volgende model gebruikt:

$$\text{Model 1: } SP_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 * BVPS_{Cit} + \alpha_2 * EPS_{Cit} + \epsilon_{it}$$

SP_{it} = de prijs van een aandeel van onderneming i in jaar t

$BVPS_{Cit}$ = de boekwaarde van het EV per aandeel van een groep van bedrijf i in jaar t

EPS_{Cit} = de nettowinst per aandeel van een groep van bedrijf i in jaar t

Om hypothese 1 te bevestigen, moet de verklarende kracht van model 1 voor de periode 2014-2016 significant groter zijn dan voor de periode 2012-2013.

2. *“Het kwaliteit surplus (waarderelevantie) van de geconsolideerde jaarrekening (vergeleken met de enkelvoudige jaarrekening van de moedermaatschappij) is groter wanneer IFRS 10 wordt toegepast voor de opstelling van een geconsolideerde jaarrekening”.*

Wanneer wordt uitgegaan van de situatie dat de eerste hypothese niet wordt verworpen en de kwaliteit van IFRS 10 hoger is dan van IAS 27 vanuit investeerders bezien, is het waarschijnlijk dat er een stijging is in het kwaliteit surplus van de geconsolideerde jaarrekening ten opzichte van de enkelvoudige jaarrekening. Dit is waarschijnlijk, aangezien IFRS 10 wordt geadopteerd voor geconsolideerde verslaggeving, maar niet voor enkelvoudige verslaggeving.

Om de tweede hypothese over de incrementele kwaliteit van de geconsolideerde jaarrekening te toetsen, worden de volgende twee modellen gebruikt:

Model 2: $SP_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 * BVPS_{Pit} + \alpha_2 * EPS_{Pit} + \epsilon_{it}$

SPit = de prijs van een aandeel van onderneming i in jaar t

BVPS_Pit = de boekwaarde van het EV per aandeel van een parent i in jaar t

EPS_Pit = de nettowinst per aandeel van parent i in jaar t

Model 3: $SP_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 * BVPS_{Pit} + \alpha_2 * DiffBVPS_{it} + \alpha_3 * EPS_{Pit} + \alpha_4 * DiffEPS + \epsilon_{it}$

DiffBVPS = verschil tussen eigen vermogen per aandeel van de groep en van de parent company van bedrijf i in jaar t

DiffEPS = verschil tussen nettowinst per aandeel van de groep en van de parent company van bedrijf i in jaar t.

Wanneer het verschil in verklarende kracht tussen model 3 en model 1 groter is in de periode 2014-2016 (IFRS 10) dan in de periode 2012-2013 (IAS 27), kan worden geconcludeerd dat het kwaliteit surplus tussen de geconsolideerde en enkelvoudige jaarrekening is toegenomen na de verplichte adoptie van IFRS 10 op 1 januari 2014.

In dit onderzoek is er sprake van panel data, aangezien meerdere bedrijven (i) worden onderzocht over meerdere jaren (t). Door de verklarende kracht van de modellen te vergelijken in de periode voor en na de verplichte adoptie van IFRS 10, houd je andere factoren die verschillen tussen de bedrijven maar gelijk zijn over de tijd, constant. Door verschillen in de aandelenprijzen en regressoren te onderzoeken, wordt deze bron van omitted variables bias dus voorkomen.

Aangezien er sprake is van panel data, moet worden onderzocht of er een fixed of random effects model dient te worden gebruikt. Bij een fixed effects model veronderstel je dat de individuele eigenschappen van een bedrijf invloed kunnen hebben op de onafhankelijke of afhankelijke variabele en deze daardoor kunnen vertekenen. Deze vertekening houdt in dat de errorterm gecorreleerd is met de onafhankelijke variabele(n). Een fixed effects model elimineert het effect van dergelijke weggelaten tijdsafhankelijke kenmerken (omitted time-invariant characteristics, zoals de bedrijfscultuur), zodat het netto-effect van de onafhankelijke variabele op de afhankelijke variabele wordt verkregen. Bij een random effects model veronderstel je dat de variatie tussen de verschillende bedrijven random is en niet gecorreleerd is met de onafhankelijke of afhankelijke variabelen in het model. Bij random effects wordt verondersteld dat de errorterm niet gecorreleerd is met de onafhankelijke variabele. Tijdsafhankelijke variabelen kunnen worden opgenomen als verklarende variabelen in het model. Wanneer echter geen data beschikbaar is over deze tijdsafhankelijke variabelen, kan er omitted variables bias optreden.

Om te onderzoeken of een fixed/ random effects model geschikt is voor de data, kan de Hausman test worden toegepast. De nulhypothese is dat het juiste model het random effects model is en de alternatieve hypothese is dat het juiste model het fixed effects model is. De nulhypothese houdt in dat de unieke errortermen (u_i) niet gecorreleerd zijn met de regressoren, terwijl de alternatieve hypothese inhoudt dat ze wel gecorreleerd zijn.

De Hausman-test is uitgevoerd voor het tweede model met de aandelenprijs als afhankelijke variabele en de boekwaarde van het eigen vermogen per aandeel en de nettowinst per aandeel op individueel niveau als onafhankelijke variabelen. Het significantieniveau van de test was $\text{Prob} > \chi^2 = 0.1555$, wat groter is dan 0,05. De nulhypothese wordt niet verworpen en daarom wordt het random effects model toegepast. Ook bij het derde model wordt de nulhypothese niet verworpen ($\text{Prob} > \chi^2 = 0.7026$). Bij het eerste model is de Hausman test niet geschikt, aangezien de χ^2 -waarde negatief is ($\chi^2 = -41.88$). Omdat bij de andere twee modellen de nulhypothese niet kon worden verworpen, wordt het random effects model toegepast.

De Pearson correlatiecoëfficiënten worden gebruikt om de relaties tussen de gehanteerde variabelen te beschrijven. De correlatie tussen twee variabelen X en Y is gedefinieerd als de covariantie van X en Y gedeeld door de standaarddeviaties van X en Y. De correlatie, vaak aangegeven met de Griekse letter rho, meet de sterkte en richting van de lineaire relatie tussen twee kwantitatieve variabelen X en Y. Wanneer de Pearson correlatiecoëfficiënt wordt toegepast op een steekproef, wordt deze veelal weergegeven door de letter r en aangeduid met de term sample correlation coefficient. De correlatiecoëfficiënt is groter dan nul bij een positieve relatie en kleiner dan nul bij een negatieve relatie. De correlatie voldoet altijd aan het volgende: $-1 \leq r \leq 1$. Hoe dichter bij -1 of 1, hoe sterker de relatie. Perfecte correlatie, $r = \pm 1$, komt alleen voor wanneer de punten in het scatterplot (spreidingsdiagram) exact op een rechte lijn liggen.

De hypothesen worden getoetst door de verklarende kracht van de modellen te vergelijken voor en na de adoptie van IFRS 10. De verklarende kracht komt tot uitdrukking in de R^2 . De R^2 is een maatstaf voor goodness of fit die meet hoe goed de met behulp van ordinary least squares (OLS) geschatte coëfficiënten van de meervoudige regressie de data beschrijven. De R^2 is het gedeelte van de steekproefvariantie van de afhankelijke variabele die wordt verklaard door de regressoren. Oftewel, het is 1 minus de fractie van de variantie die niet wordt verklaard door de regressoren. De R^2 kan waarden aannemen van 0 tot en met 1. Bij een R^2 van 1 wordt 100 procent van de variantie in Y verklaard door de regressoren. Het model past perfect bij de data. Bij een R^2 van 0 verklaart het model niets van de variantie in Y. Een kanttekening bij het gebruik van de R^2 is dat deze sowieso stijgt wanneer er een nieuwe regressor wordt toegevoegd, dit betekent niet dat de toegevoegde variabele daadwerkelijk de 'fit' van het model verbetert. De Wald χ^2 test toetst de kans dat alle geschatte coëfficiënten in het regressiemodel nul zijn. Wanneer de p-waarde kleiner is dan 0,05, zijn de coëfficiënten gezamenlijk significant.

Hoofdstuk 7 Resultaten

Tabel 1 verschaft een beeld van de gebruikte variabelen in de regressiemodellen. Het aantal observaties is niet voor elk bedrijf gelijk vanwege ontbrekende gegevens, waardoor er sprake is van een unbalanced panel.

Tabel 1 Beschrijvende statistieken

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
BVPS_C	100	27.58181	38.52563	.8432752	211.54
EPS_C	100	2.277575	4.708735	-13.148	24.244
SP	100	41.63276	43.41953	2.491783	252.2717
EPS_P	80	1.488901	1.896163	-9.104544	5.119768
BVPS_P	80	14.84218	9.479328	.8432752	33.46838
DiffBVPS	80	.7471882	1.844277	-2.787191	7.556082
DiffEPS	80	.1652367	.9954249	-3.645246	2.7912

Allereerst is er een correlatiematrix opgesteld met behulp van Stata om een eerste indruk te krijgen van de relaties tussen de variabelen in de modellen (tabel 2). De correlatie tussen de aandelenprijs en de geconsolideerde boekwaarde per aandeel en nettowinst per aandeel is positief en significant. Dit duidt op de relevantie van deze variabelen om de marktwaarde van een bedrijf te bepalen. Bovendien is de correlatie tussen de aandelenprijs en de geconsolideerde variabelen groter dan de correlatie tussen de aandelenprijs en de enkelvoudige variabelen (0.8476 & $0.8292 > 0.7868$ & 0.3532). Dit duidt op de mogelijkheid (of zelfs kans) van superioriteit. De geconsolideerde jaarrekening verklaart de aandelenprijs beter dan de enkelvoudige jaarrekening. Deze veronderstellingen kunnen worden onderzocht aan de hand van econometrische modellen.

De aandacht dient ook te worden gevestigd op de significante correlaties tussen sommige verklarende variabelen. Hierbij gaat het vooral om de correlatie tussen het eigen vermogen per aandeel en de nettowinst per aandeel op groepsniveau. Deze correlatie is 0.7436 . Dit duidt op multicollinearity. In dit specifieke geval is sprake van imperfecte multicollineariteit. De relatie tussen de variabelen is niet perfect lineair. Imperfecte multicollineariteit zorgt ervoor dat ten minste een regressiecoëfficiënt niet precies kan worden bepaald. Deze coëfficiënt zal een grote variantie kennen. Imperfecte multicollineariteit is vaak een kenmerk van de data en niet zozeer een gevolg van een fout in de dataset (Stock en Watson, 2015).

Tabel 2 Correlatiematrix (pairwise correlations)

	SP	BVPS_C	EPS_C	BVPS_P	EPS_P	DiffBVPS	DiffEPS
SP	1.0000						
	100						
BVPS_C	0.8467*	1.0000					
	0.0000						
	100	100					
EPS_C	0.8292*	0.7436*	1.0000				
	0.0000	0.0000					
	100	100	100				
BVPS_P	0.7868*	0.9809*	0.1615	1.0000			
	0.0000	0.0000	0.1523				
	80	80	80	80			
EPS_P	0.3532*	0.2198	0.8668*	0.1749	1.0000		
	0.0013	0.0502	0.0000	0.1208			
	80	80	80	80	80		
DiffBVPS	0.1032	0.0496	0.4859*	-0.1455	0.2201*	1.0000	
	0.3624	0.6625	0.0000	0.1979	0.0498		
	80	80	80	80	80	80	
DiffEPS	0.1276	0.0890	0.3125*	-0.0159	-0.2028	0.5349*	1.0000
	0.2594	0.4324	0.0048	0.8887	0.0712	0.0000	
	80	80	80	80	80	80	80

*= significant (p<0,05)

Vervolgens zijn de hypothesen getoetst door de verklarende kracht van de modellen te vergelijken op basis van de overall R². De eerste hypothese met betrekking tot de absolute kwaliteitsstijging van de geconsolideerde jaarrekening na de verplichte adoptie van IFRS 10 op 1 januari 2014 is getoetst aan de hand van twee regressiemodellen, een voor de periode 2012-2013 en een voor de periode 2014-2016.

Model 1: $SP_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 * BVPS_{Cit} + \alpha_2 * EPS_{Cit} + \epsilon_{it}$

Tabel 3 Regressieresultaten model 1

Periode	α_0	BVPS_C	EPS_C	Wald chi ² (2)	Prob>chi ²	Overall R ²
2012-2013	12.58336	0.8024625	0.597794	48.15	0.0000	0.7032
2014-2016	18.39621	0.8359465	1.595601	119.80	0.0000	0.8002

Uit tabel 3 blijkt dat in beide perioden de verklarende variabelen gezamenlijk significant zijn ($\text{Prob}>\chi^2=0.0000$). Bovendien is te zien dat de R^2 is toegenomen met 9,7% (van 70,32% naar 80,02%). Dit houdt in dat de verklarende kracht van de boekwaarde van het eigen vermogen per aandeel en de nettowinst per aandeel op geconsolideerd niveau is toegenomen na de adoptie van IFRS 10. Aangezien de verklarende kracht dient als maatstaf voor waarderelevantie van geconsolideerde verslaggeving, leidt dit tot de bevestiging van de eerste hypothese dat de kwaliteit van de geconsolideerde jaarrekening op basis van IFRS 10 groter is dan op basis van IAS 27.

De tweede hypothese met betrekking tot de incrementele kwaliteitsstijging van de geconsolideerde jaarrekening na de verplichte adoptie van IFRS 10 op 1 januari 2014 is getoetst aan de hand van vier regressiemodellen, twee voor de periode 2012-2013 en twee voor de periode 2014-2016. Het resultaat is als volgt:

$$\text{Model 2: } SPit = \alpha_0 + \alpha_1 * BVPS_Pit + \alpha_2 * EPS_Pit + \epsilon_{it}$$

Tabel 4 Regressieresultaten model 2

Periode	α_0	BVPS_P	EPS_P	Wald $\chi^2(2)$	Prob> χ^2	Overall R^2
2012-2013	7.726978	1.537083	0.9645519	37.46	0.0000	0.6676
2014-2016	10.30981	1.822593	1.067432	50.16	0.0000	0.6513

$$\text{Model 3: } SPit = \alpha_0 + \alpha_1 * BVPS_Pit + \alpha_2 * DiffBVPSit + \alpha_3 * EPS_Pit + \alpha_4 * DiffEPS + \epsilon_{it}$$

Tabel 5 Regressieresultaten model 3

Periode	α_0	BVPS_P	DiffBVPS	EPS_P	DiffEPS	Wald $\chi^2(4)$	Prob> χ^2	Overall R^2
2012-2013	6.724863	1.563299	0.2983577	1.096276	2.466558	44.20	0.0000	0.7181
2014-2016	7.50453	1.862827	1.972926	1.268867	0.7411319	65.15	0.0000	0.6950

Uit tabel 4 blijkt dat de verklarende kracht van de enkelvoudige variabelen is afgenomen. De variabelen blijven gezamenlijk significant. Uit tabel 5 blijkt dat ook de verklarende kracht van model 3 is afgenomen. Tevens zijn de variabelen in dit model gezamenlijk significant. Van belang is het verschil in verklarende kracht tussen model 3 en model 1. In de periode 2012-2013 was het verschil in verklarende kracht 5,05% (71,81%-66,76%). In de periode 2014-2016 is het verschil in verklarende kracht 4,37% (69,50%-65,13%). Het verschil in verklarende kracht tussen de twee modellen is dus licht afgenomen met 0.68% na de verplichte adoptie van IFRS 10. Dit resultaat leidt tot het verwerpen van de tweede hypothese. Het kwaliteit surplus van de geconsolideerde jaarrekening ten opzichte van de enkelvoudige jaarrekening is niet toegenomen wanneer IFRS 10 wordt toegepast voor de geconsolideerde jaarrekening. Wel dient te worden opgemerkt dat model 3 meer verklarende kracht heeft dan model 1, al is het verschil niet beduidend groot.

Hoofdstuk 8 Conclusie en discussie

In deze scriptie stond de volgende onderzoeksvraag centraal: “Wat is het effect van de implementatie van IFRS 10 ter vervanging van IAS 27 op de waarderelevantie van de geconsolideerde jaarrekening?” Deze onderzoeksvraag is aan de hand van vier deelvragen beantwoord. Allereerst is uiteengezet hoe de consolidatieplicht onder IFRS 10 is vormgegeven. IFRS 10 is ingevoerd op 1 januari 2013 ter vervanging van IAS 27 en SIC-12 en in de Europese Unie verplicht van toepassing geworden op 1 januari 2014. IFRS 10 bevat richtlijnen om te bepalen of een moedermaatschappij een deelneming moet opnemen in haar geconsolideerde jaarrekening. Dit is verplicht indien deze moedermaatschappij beslissende zeggenschap (control) heeft over de deelneming. Het begrip control beslaat drie cumulatieve voorwaarden. Ten eerste moet de moedermaatschappij macht hebben over de relevante activiteiten van de deelneming. Hiervan is sprake als deze maatschappij de huidige mogelijkheid heeft om de relevante activiteiten van de deelneming te sturen, ook al is het recht ten tijde van het opstellen van de jaarrekening nog niet uitgeoefend. Ten tweede moet de maatschappij blootgesteld zijn aan of gerechtigd zijn tot variabele opbrengsten. Variabele opbrengsten zijn opbrengsten die niet vaststaan, maar variëren naar gelang de resultaten van de deelneming. Ten derde moet de moeder in staat zijn om haar macht over de deelneming te gebruiken om de omvang van de opbrengsten te beïnvloeden. Hierbij zijn de besluitvormingsrechten van groot belang en dient beoordeeld te worden of de moeder rechten in eigen beheer heeft, dan wel optreedt als agent ten behoeve van derden (EY, 2016) .

Vervolgens zijn de verschillen tussen de nieuwe en de oude standaard besproken. Door de invoering van IFRS 10 is er een consolidatiemodel ontstaan voor alle soorten entiteiten. Er is geen aparte regeling meer voor special purpose entities, zoals deze bestond in SIC-12. Bovendien is het control-begrip aangepast. De nadruk ligt niet meer op de vraag welke entiteit de meerderheid van de opbrengsten geniet dan wel is blootgesteld aan de meerderheid van de risico's, zoals in SIC-12. Control is tevens anders gedefinieerd als in IAS 27. Onder IAS 27 was control gedefinieerd als de macht om het financiële en operationele beleid van een deelneming te sturen met als doel voordeel te verkrijgen uit de activiteiten van de deelneming. Het criterium van IAS 27 komt nu tot uitdrukking in de eerste voorwaarde voor control uit IFRS 10, het criterium van SIC-12 lijkt enigszins op de tweede voorwaarde. De derde voorwaarde is de link tussen de eerste en tweede voorwaarde (Böhmer & Boeijink, 2014). De nieuwe definitie van control heeft geleid tot een vermindering van bright lines. IFRS 10 is een standaard zonder numerieke vereisten, die oordeelsvorming eist van zowel managers als accountants. Tot slot is van belang dat ook de toelichtingseisen van IFRS 12 zijn verbeterd. De overwegingen die zijn gemaakt voor het beoordelen of sprake is van control, moeten worden geopenbaard (IASB, 2012a).

De derde deelvraag betrof de definitie van waarderelevantie, de centrale term in deze scriptie. Accountinginformatie is waarderelevant op het moment dat deze informatie op een voorspelbare manier is geassocieerd met aandelenprijzen (Amir, Harris, & Venuti, 1993). Om waarderelevant te zijn, moet de informatie relevant zijn en op een betrouwbare manier te meten zijn. In veel studies naar waarderelevantie wordt de aandelenprijs als criterium voor waarderelevantie gebruikt. Er zijn verschillende modellen die de associatie tussen de aandelenprijs en de accountingvariabelen weergeven (Holthausen & Watts, 2001). In deze scriptie is de paper van Müller (2014) als leidraad gebruikt. Müller

hanteert het Ohlson-model voor het bepalen van waarderelevantie. In dit model wordt de aandelenprijs geschreven als functie van de boekwaarde van het eigen vermogen en de contante waarde van de verwachte toekomstige abnormale winsten. Ohlson (1995) maakte gebruik van verschillende theorieën om tot zijn model te komen. Allereerst is dit de clean-surplus-relatie: de verandering in de boekwaarde van het eigen vermogen is gelijk aan de nettowinst verminderd met de dividenduitkeringen (kapitaalcontributies buiten beschouwing gelaten). Ten tweede de theorie dat dividenden wel de huidige boekwaarde van het eigen vermogen verlagen, maar niet de huidige winst.

Müller ontwikkelde aan de hand van het Ohlson-model drie econometrische modellen, waarvan de verklarende kracht wordt vergeleken voor en na een verandering in accountingregels om zo een conclusie te kunnen trekken over de al dan niet verbeterde waarderelevantie van de opgenomen verklarende variabelen in het model.

In de vierde deelvraag kwam het onderzoek naar de eventueel toegenomen waarderelevantie van de geconsolideerde jaarrekening na de verplichte adoptie van IFRS 10 aan bod. In deze scriptie zijn 20 ondernemingen onderzocht die genoteerd zijn aan de Amsterdam Exchange index (AEX). Aan de hand van de door Müller (2014) ontwikkelde modellen is onderzocht of de absolute kwaliteit (waarderelevantie) van de geconsolideerde jaarrekening is toegenomen na 1 januari 2014 (hypothese 1) en tevens of het kwaliteit surplus van de geconsolideerde jaarrekening ten opzichte van de enkelvoudige jaarrekening is toegenomen na 1 januari 2014 (hypothese 2).

Uit de resultaten van de regressiemodellen is gebleken dat de verklarende kracht van het model met het geconsolideerde eigen vermogen per aandeel en de geconsolideerde nettowinst per aandeel na de verplichte adoptie van IFRS 10 is toegenomen. Aangezien er nog geen eerder onderzoek heeft plaatsgevonden naar de (verbeterde) waarderelevantie van geconsolideerde verslaggeving na de invoering van IFRS 10, kan niet worden geconcludeerd of de bevindingen in overeenstemming zijn met eerder onderzoek. Wel is uit het onderzoek van Müller gebleken dat de absolute en incrementele waarderelevantie van de geconsolideerde jaarrekening na de adoptie van IFRS in 2005 was toegenomen. Ook andere empirische papers toonden een stijging in waarderelevantie aan⁷. Er zijn echter ook onderzoeken die aantonen dat IFRS niet heeft geleid tot een stijging in waarderelevantie⁸. Volgens een meer recentere studie van Armstrong et al. uit 2010 heeft de verplichte adoptie van IFRS in 2005 geleid tot een verbetering in kwaliteit van de verslaggeving gezien vanuit de investeerders. Al met al kan geconcludeerd worden dat de eerste hypothese niet is verworpen.

Tevens is in dit onderzoek gebleken dat de incrementele kwaliteit (waarderelevantie) van de geconsolideerde jaarrekening ten opzichte van de enkelvoudige jaarrekening na de invoering van IFRS 10 niet is toegenomen. Op basis van de bevestiging van de eerste hypothese lag dit wel in de lijn der verwachtingen. Blommaert en Kamp (2015) hebben echter onderzoek gedaan naar de eerste toepassing van IFRS 10 en 12 in de jaarrekening over 2014 van 50 beursgenoteerde ondernemingen, waarvan 25 behorende tot de AEX. Met betrekking tot IFRS 10 is de conclusie dat de invoering hiervan geen of

⁷ Zie bijvoorbeeld Bartov et al. (2005), Jermakowicz et al. (2007), Barth et al. (2007) en Lin en Paananen (2008).

⁸ Zie bijvoorbeeld Callao et al. (2007), Hung en Subramanyam (2007), Gjerde et al. (2008), Paananen (2008).

beperkte invloed heeft gehad op de samenstelling van de gerapporteerde consolidatiekring en op het vermogen en resultaat. Aangezien IFRS 10 geen of beperkte invloed heeft gehad op de samenstelling van de consolidatiekring en het vermogen en het resultaat, is het niet waarschijnlijk dat investeerders na de invoering van IFRS 10 meer waarde hechten aan de geconsolideerde jaarrekening ten opzichte van de enkelvoudige jaarrekening voor het nemen van hun investeringsbeslissingen. De verwerping van de tweede hypothese zou vanuit dit opzicht te verklaren zijn. Al met al is de tweede hypothese betreffende de toegenomen incrementele kwaliteit van de geconsolideerde jaarrekening dus verworpen.

Na de beantwoording van de vier deelvragen kan de onderzoeksvraag worden beantwoord. De implementatie van IFRS 10 ter vervanging van IAS 27 heeft geleid tot een toename van de absolute kwaliteit (waarderelevantie) van de geconsolideerde jaarrekening. Het kwaliteit surplus van de geconsolideerde jaarrekening ten opzichte van de enkelvoudige jaarrekening is echter niet toegenomen, maar licht afgenomen. IFRS 10 heeft geleid tot een grotere mate van associatie tussen de geconsolideerde boekwaarde van het eigen vermogen per aandeel en de nettowinst per aandeel en de aandelenprijzen. Dit duidt erop dat investeerders deze informatie na de invoering van IFRS 10 meer relevant achten voor het nemen van hun investeringsbeslissingen.

Dit onderzoek bevat verschillende tekortkomingen. Ten eerste is dit de grootte van de steekproef. 20 ondernemingen behorende tot de AEX zijn gedurende vijf jaar onderzocht voor de beantwoording van de eerste hypothese. Bij de tweede hypothese betreft het 16 ondernemingen gedurende 5 jaar. Dit is een betrekkelijk kleine steekproef om waarderelevantie te toetsen. Ter vergelijking: in het onderzoek van Müller (2014) bestond de steekproef uit 98 ondernemingen die gedurende 6 jaar werden onderzocht. Door de kleine steekproef van 20 en 16 ondernemingen was het niet mogelijk om de verklarende kracht van de modellen voor de jaren afzonderlijk te vergelijken, om zo een duidelijker beeld te krijgen van het verloop van de verklarende kracht over de jaren. Daarentegen moest de verklarende kracht voor de periodes 2012-2013 en 2014-2016 met elkaar vergeleken worden. Een ander nadeel van een kleine steekproef is dat het de 'power' van een toets kan beperken. De power van een toets is de kans dat de nulhypothese terecht wordt verworpen, aangezien de alternatieve hypothese waar is. Wanneer de nulhypothese niet wordt verworpen, waar dit wel had moeten, is sprake van een Type II error. Wanneer een steekproef te klein is neemt de kans op een Type II error toe, waardoor de power van de toets afneemt (Stock & Watson, 2015).

Dat voor de tweede hypothese niet alle 20 ondernemingen zijn onderzocht, komt doordat de enkelvoudige jaarrekeningen van deze ondernemingen waren opgesteld in dollars (Arcelor Mittal, Royal Dutch Shell en SBM Offshore) of doordat er geen enkelvoudige jaarrekening beschikbaar was voor alle jaren (Unibail-Rodamco). Deze gegevens missen random, dat wil zeggen vanwege redenen die niet gerelateerd zijn met de waarden van de (on)afhankelijke variabele(n). Daarom leidt deze beperking niet tot een vertekening van de coëfficiënten van de regressievergelijking.

Een andere kanttekening die geplaatst moet worden bij dit onderzoek is dat de verklarende kracht is gemeten aan de hand van de R^2 . Zoals eerder vermeld, neemt de R^2 toe wanneer er een regressor wordt toegevoegd aan het model. Deze regressor hoeft echter niet daadwerkelijk de 'fit' van het model te verbeteren.

Een aanbeveling zou zijn om het onderzoek naar waarderelevantie uit te voeren op basis van een grotere steekproef. In de gehele Europese Unie is IFRS 10 vanaf 1 januari 2014 verplicht van toepassing geworden voor de opstelling van de geconsolideerde jaarrekening van beursgenoteerde ondernemingen. Daarom

zouden ondernemingen genoteerd aan andere Europese aandelenbeurzen als Londen, Parijs en Frankfurt tevens onderzocht kunnen worden. Hierbij kan gedacht worden aan ondernemingen behorende tot de FTSE100, EURONEXT 100 en HDAX110. De steekproef is dan al vele malen groter, zie bijvoorbeeld het eerdergenoemde onderzoek van Müller (2014). Bij een grotere en meer representatieve steekproef kunnen de resultaten mogelijkwits ggeneraliseerd worden naar andere landen/ bedrijven.

Bij panel data zijn er twee belangrijke problemen die op kunnen treden bij een regressie: het endogeniteitsprobleem en autocorrelatie van de errortermen. Het endogeniteitsprobleem houdt in dat verklarende variabelen gecorreleerd zijn met de errorterm (Stock & Watson, 2015). Een veelvoorkomende oorzaak hiervan is omitted variables bias. Hiervan is sprake indien er een factor bestaat, die invloed heeft op de afhankelijke variabele en tevens gecorreleerd is met de onafhankelijke variabele in het model. Door deze factor niet op te nemen als variabele in de regressievergelijking, is de onafhankelijke variabele van het model gecorreleerd met de errorterm, waarin het effect van de omitted variable is opgenomen. Door dit endogeniteitsprobleem is de coëfficiënten van de onafhankelijke variabele verkeerd geschat. Omitted variables vormen geen probleem wanneer de omissie het gevolg is van de onderzoeksopzet dan wel de accountingvariabele de informatie van de weggelaten variabele samenvat (Barth, Beaver, & Landsman, 2001).

Een ander endogeniteitsprobleem is measurement error; de onafhankelijke variabele is verkeerd gemeten. Dit kan worden veroorzaakt doordat de data, zelf verzameld of verkregen uit een database, fouten bevat. Ook in deze scriptie is niet uitgesloten dat de data fouten bevatten. Measurement error veroorzaakt errors-in-variables bias en leidt tot een vertekende coëfficiënt/ vertekende coëfficiënten in het model. Dit probleem kan worden verholpen door de onafhankelijke variabele op een juiste manier te meten of door bijvoorbeeld gebruik te maken van instrumentele variabelen (Stock & Watson, 2015).

Autocorrelatie van de errortermen kan optreden doordat elk bedrijf i op meerdere tijdstippen voorkomt in de dataset. De correlatie tussen ε_{it} en ε_{it} is zeer waarschijnlijk niet gelijk aan nul (voor $s \neq t$). In dat geval zijn de standaardfouten niet betrouwbaar te meten.

Tot slot nog een aanbeveling. Mogelijkwits kan data worden verkregen over variabelen die gecorreleerd zijn met de onafhankelijke variabelen en tevens effect hebben op de aandelenprijzen. Deze omitted variables kunnen tot vertekening leiden van de coëfficiënten. Het opnemen van de variabelen in het model kan deze vertekening wegnemen.

Bibliografie

- Aboody, D., Hughes, J., & Liu, J. (2002). Measuring Value Relevance in a (Possibly) Inefficient Market. *Journal of Accounting Research*, 40(4), 965-986.
- Amir, E., Harris, T., & Venuti, E. (1993). A Comparison of the Value-Relevance of U.S. Versus Non-U.S. GAAP Accounting Measures Using Form 20-F Reconciliations. *Journal of Accounting Research*, 31, 230-264.
- Böhmer, S., & Boeijink, M. (2014). Alles onder "control"? Een overzicht van de belangrijkste wijzigingen in de consolidatieregels en de gevolgen voor de praktijk van het toepassen van IFRS 10. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 88(1/2), 36-48.
- Barth, M., Beaver, W., & Landsman, W. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 77-104.
- Bartov, E., Goldberg, S., & Kim, M. (2005). Comparative Value Relevance Among German, U.S., and International Accounting Standards: A German Stock Market Perspective. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 20(2), 95-119.
- Blommaert, J., & Kamp, B. (2015). Consolidatie, macht en veranderlijke opbrengsten. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 89(12), 507-517.
- Brouwer, G. (2014). Toepassen nieuwe IFRS- consolidatieregels vraagt om gestructureerde aanpak. *Spotlight*, 21(3), pp. 20-25.
- De Jong, A., DeJong, D., Mertens, G., & Roosenboom, P. (2007). Investor relations, reputational bonding, and corporate governance: The case of Royal Ahold. *Journal of Accounting and Public Policy*, 26(3), 328-375.
- Dechow, P., Hutton, A., & Sloan, R. (1998). An Empirical Assessment of the Residual Income Valuation Model. *Journal of Accounting and Economics*, 26, pp. 1-34.
- Deloitte. (2014). *Clearly IFRS - A practical guide to implementing IFRS 10*. Retrieved Juni 6, 2017, from <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ca/Documents/audit/ca-en-audit-clearly-ifrs-consolidated-financial-statements-ifrs-10.pdf>
- Demski, J. (2002). Enron et al. - a comment. *Journal of Accounting and Public Policy*, 21, pp. 129-130.
- EY. (2011). *IASB issues three new standards: Consolidated Financial Statements, Joint Arrangements, and Disclosure of Interests in Other Entities*. Retrieved Juni 6, 2017, from [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/IFRS_Developments_Issue_1/\\$FILE/IFRS_Developments_Issue_1_GL_IFRS.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/IFRS_Developments_Issue_1/$FILE/IFRS_Developments_Issue_1_GL_IFRS.pdf)
- EY. (2013, December). *Challenges in adopting and applying IFRS 10*. Retrieved Juni 7, 2017, from [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Appling_ConsJA_Dec-2013/\\$FILE/EY-Appling_ConsJA_Dec_2013.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Appling_ConsJA_Dec-2013/$FILE/EY-Appling_ConsJA_Dec_2013.pdf)
- EY. (2016). *Handboek Jaarrekening 2016: Toepassing van de Nederlandse wet- en regelgeving en IFRS*. Amsterdam: Wolters Kluwer.

- Feltham, G., & Ohlson, J. (1995). Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 689-731.
- Francis, J., & Schipper, K. (1999). Have Financial Statements Lost Their Relevance? *Journal of Accounting Research*, 37(2), 319-352.
- Gornik-Tomaszewski, S., & Larson, R. (2014). New consolidation requirements under IFRS. *Review of Business*, 35(1), 47-58.
- Grant Thornton. (2017, Februari 22). *Under control? A practical guide to applying IFRS 10 Consolidated Financial Statements*. Retrieved from <https://www.grantthornton.global/en/insights/articles/under-control-applying-ifs-10/>
- Healy, P., & Palepu, K. (2003). The Fall of Enron. *Journal of Economic Perspectives*, 17(2), 3-26.
- Hellström, K. (2006). The Value Relevance of Financial Accounting Information in a Transition Economy: The Case of the Czech Republic. *European Accounting Review*, 15(3), 325-349.
- Holthausen, R., & Watts, R. (2001). The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 3-75.
- Hung, M., & Subramanyam, K. (2007). Financial statement effects of adopting international accounting standards: the case of Germany. *Review of Accounting Studies*, 12(4), 623-657.
- IASB. (2012a, Januari). *Project Summary and Feedback Statement: IFRS 10 Consolidated Financial Statements and IFRS 12 Disclosure of Interests in Other Entities*. Retrieved Juni 6, 2017, from http://archive.ifs.org/Current-Projects/IASB-Projects/Consolidation/Consol-disclosure/IFRS-10-Consolidated-Financial-Statements/Documents/IFRS1012_ConsolidatedFinStatementsDisclosure_UpdatedJanuary2012.pdf
- IASB. (2012b, Januari). *Effect analysis: IFRS 10 Consolidated Financial Statements and IFRS 12 Disclosure of Interests in Other Entities*. Retrieved Juni 30, 2017, from http://archive.ifs.org/Current-Projects/IASB-Projects/Consolidation/Consol-disclosure/IFRS-10-Consolidated-Financial-Statements/Documents/EffectAnalysis_IFRS10andIFRS12_UpdatedJanuary2012.pdf
- Kampanje, B. (2013, Januari 30). *Who Will be Policing the Adoption of IFRSs 10 and 12 on Group Accounts?* Retrieved from <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2209493>
- Kargin, S. (2013). The impact of IFRS on the Value Relevance of Accounting Information: Evidence from Turkish Firms. *International Journal of Economics and Finance*, 5(4), 71-80.
- Kasteleyn, P., & Vrijbloed, R. (2006). Boekhoudfraude bij Ahold. *Controllers Journaal*(10), pp. 15-17.
- Müller, V. (2014). The Impact of IFRS adoption on the Quality of Consolidated Financial Reporting. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 109, pp. 976-982.
- Miller, M., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.

- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Naceur, S., & Goaid, M. (2004). The value relevance of accounting and financial information: panel data evidence. *Applied Financial Economics*, 14(17), 1219-1224.
- Nelson, M. (2003). Behavioral evidence on the effects of principles- and rules-based standards. *Accounting Horizons*, 17(1), 91-104.
- Ohlson, J. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), pp. 661-687.
- Paananen, M., & Lin, H. (2009). The Development of Accounting Quality of IAS and IFRS over Time: The Case of Germany. *Journal of International Accounting Research*, 8(1), 31-55.
- Rees, W. (1997). The impact of dividends, debt and investment on valuation models. *Journal of Business Finance & Accounting*, 24(7-8), 1111-1140.
- Schipper, K. (2003). Principles-based accounting standards. *Accounting Horizons*, 17(1), 61-72.
- Stock, J., & Watson, M. (2015). Introduction to Econometrics. Harlow: Pearson.
- Thomson, P. (2011). *IASB publiceert IFRS 10 'Consolidated Financial Statements'*. Retrieved Juni 7, 2017, from <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/nl/Documents/audit/deloitte-nl-iasb-publiceert-ifrs10-consolidated-financial-statements.pdf>
- van Beest, F. (2011a, Juli 14). Nieuwe accountingstandaard wapen tegen crises. *Financieel Dagblad*.
- van Beest, F. (2011b). *Rules-Based and Principles-Based Accounting Standards and Earnings Management*. Proefschrift Radboud Universiteit Nijmegen.
- Van der Zanden, P. (2005). De enkelvoudige en de geconsolideerde jaarrekening. Na gelukkig huwelijk, een echtscheiding. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 79(6), 264-275.
- Weil, R. (2002, Februari 5). *Fundamental Causes of the Accounting Debacle at Enron: Show Me Where It Says I Can't*. Retrieved Juli 11, 2017, from https://www.chicagobooth.edu/pdf/weil_testimony.pdf

Bijlage 1

Onderzochte bedrijven

Bedrijfsnaam	Landcode	Consolidatiecode	Laatst beschikbare jaar	Operationele omzet in duizenden US-dollars 2016	Aantal medewerkers 2016	Global Ultimate Owner
Royal Dutch Shell PLC	GB	C1	2016	233,591,000	92.000	Royal Dutch Shell plc
ARCELORMITTAL S.A.	LU	C1	2016	56,791,000	199.000	ARCELORMITTAL S.A.
KONINKLIJKE AHOLD DELHAIZE N.V.	NL	C1	2016	52,383,501	370.000	KONINKLIJKE AHOLD DELHAIZE N.V.
KONINKLIJKE PHILIPS N.V.	NL	C1	2016	27,695,424	114.731	KONINKLIJKE PHILIPS N.V.
HEINEKEN NV	NL	C1	2016	21,916,848	73.525	HEINEKEN FAMILY
RANDSTAD HOLDING NV	NL	C1	2016	21,803,111	32.280	RANDSTAD HOLDING NV
AKZO NOBEL NV	NL	C1	2016	15,073,631	46.000	AKZO NOBEL NV
KONINKLIJKE DSM N.V.	NL	C1	2016	8,437,017	20.786	KONINKLIJKE DSM N.V.
ASML HOLDING N.V.	NL	C1	2016	7,261,199	16.647	ASML HOLDING N.V.
KONINKLIJKE KPN NV	NL	C1	2016	7,230,072	13.530	KONINKLIJKE KPN NV
WOLTERS KLUWER NV	NL	C1	2016	4,530,522	18.318	WOLTERS KLUWER NV
UNILEVER NV	NL	U1	2016	3,489,071	15	STICHTING ADMINISTRATIEKANT OOR UNILEVER N.V.
GEMALTO N.V.	NL	C1	2016	3,295,980	n.a.	GEMALTO N.V.
KONINKLIJKE BOSKALIS WESTMINSTER NV	NL	C1	2016	2,799,217	11.700	KONINKLIJKE BOSKALIS WESTMINSTER NV
AALBERTS INDUSTRIES NV	NL	C1	2016	2,683,633	15.338	AALBERTS INDUSTRIES NV
SBM OFFSHORE N.V.	NL	C1	2016	2,272,000	4.174	SBM OFFSHORE N.V.
UNIBAIL-RODAMCO SE	FR	C1	2016	1,913,929	1.990	UNIBAIL-RODAMCO SE
KONINKLIJKE VOPAK N.V.	NL	C1	2016	1,425,354	5.672	KONINKLIJKE VOPAK N.V.
GALAPAGOS N.V.	BE	C1	2016	220,403	508	GALAPAGOS N.V.
RELX NV	NL	C1	2016	n.a.	n.a.	RELX NV

Verkregen via Orbis

C1= bedrijven met alleen een geconsolideerde jaarrekening

U1= bedrijven met alleen een enkelvoudige jaarrekening