

Boek-/marktwaarderatio en International Financial Reporting Standards

De invloed van de invoering van IFRS op de omvang van de boek-/marktwaarderatio

Geert-Joost Ubels, Dirk Swagerman en Ralph ter Hoeven

SAMENVATTING In dit onderzoek wordt onderzocht of de boek-/marktwaarderatio groter is geworden door de invoering van International Financial Reporting Standards (IFRS). De boek-/marktwaarderatio wordt hierbij door ons gedefinieerd als 'de ratio van het boekhoudkundige eigen vermogen ten opzichte van de marktwaarde van een onderneming'. De aard van de probleemstelling vraagt om een empirisch/statistische benadering. Aan de hand van statistische toetsen kan worden geconcludeerd dat deze ratio volgens Dutch GAAP significant verschilt van de ratio volgens IFRS voor de jaren 2004, 2005 en 2006. De vergelijking met 2007 levert echter een niet-significant verschil op vergeleken met het referentiejaar 2004. Wij trekken dan ook de – voorzichtige en geclausuleerde – conclusie dat de boek-/marktwaarderatio kleiner is geworden door de invoering van de IFRS. Ten slotte is ook de afstand tot de 100 procent boek-/marktwaarderatio getoetst. Hierbij wordt rekening gehouden met ondernemingen met een boek-/marktwaarderatio die zowel hoger als lager is dan 100 procent. De afstand volgens Dutch GAAP blijkt significant te verschillen met de afstand volgens IFRS in 2006. Voor de overige jaren is dit verschil niet significant. Door een verschuiving van de waarderingsgrondslagen richting reële waarden in plaats van de traditionele waardering tegen verkrijgings- of vervaardigingsprijs, is het te verwachten dat het verschil tussen de boekwaarde en de marktwaarde van het eigen vermogen wordt verkleind, hetgeen gepaard gaat met een hogere boek-/marktwaarderatio. Uiteraard kunnen deze uitkomsten worden verklaard door andere determinanten dan de IFRS-adoptie. Niettemin achten wij de onderzoeksuitkomsten van belang, omdat de richting van de uitkomsten op zijn minst verrassend is te noemen.

RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK Door de uitkomsten van dit onderzoek zijn de effecten van invoering van IFRS duidelijker geworden. Doorgaans wordt snel de opinie verkondigd dat IFRS bijdraagt aan het vergroten van de boek-/marktwaarderatio. De uitkomsten van dit onderzoek geven echter een ander beeld.

1. Inleiding

In 2005 is IFRS van kracht geworden in de Europese Unie. Beursgenoteerde ondernemingen in Europa zijn sinds die datum verplicht hun geconsolideerde jaarrekening op te stellen volgens deze verslaggevingregels. De verwachting bestaat dat als gevolg van het vermeende intensievere gebruik van reële waarden binnen deze boekhoudkundige standaard, de overgang naar IFRS leidt tot een verkleining van het verschil tussen de boek- en marktwaarde van het eigen vermogen. Voor het onderzoek is er gekeken naar het relatieve verschil tussen de boekwaarde en marktwaarde van het eigen vermogen: de boek-/marktwaarderatio. Deze wordt berekend door het gerapporteerd eigen vermogen als een percentage van de beurswaarde van de onderneming uit te drukken:

$$\text{Boek-/marktwaarderatio} = (\text{boekwaarde eigen vermogen} / \text{marktwaarde eigen vermogen}) \times 100\%$$

In dit artikel is onderzocht wat de invloed van de invoering van IFRS is op de omvang van de boek-/marktwaarderatio ten opzichte van Dutch GAAP, de verslaggevingregels zoals deze gebruikelijk waren in Nederland vóór de invoering van IFRS. De boek-/marktwaarderatio wordt hierbij door ons gedefinieerd als de ratio van het boekhoudkundige eigen vermogen ten opzichte van de marktwaarde van een onderneming. (De Bos, 1999; Hoogendoorn, 1997; Hoogendoorn & De Bruijn, 2000; Camfferman & Van der Wel, 2003).

De marktwaarde van een onderneming wordt door ons gelijkgesteld aan haar beurswaarde, omdat er in dit onderzoek slechts gebruik wordt gemaakt van beursgenoteerde ondernemingen. De beurswaarde wordt beschouwd als goede indicatie voor de marktwaarde (Hoogendoorn, 1997; Van Hulzen, 1996). De marktwaarde van een onderneming

wordt berekend door het aantal beursgenoteerde aandelen te vermenigvuldigen met de prijs voor het aandeel op de beurs. Deze prijs komt tot stand op een markt van vraag en aanbod, waarbij aangenomen wordt dat deze markt in ieder geval efficiënt is in semi-sterke vorm (Ross et al., 2002).

Het doel van dit onderzoek is om inzichtelijk te maken of de invoering van IFRS heeft bijgedragen aan een vermindering van het verschil tussen de marktwaarde en de boekwaarde van het eigen vermogen, oftewel heeft geleid tot een kleinere boek-/marktwaarderatio. Daarmee wordt de vraag gesteld of de invoering van IFRS vervolgens tot minder conservatieve verslaggeving zou kunnen leiden.

Om onze doelstellingen te bereiken, is ten eerste getoetst of het eigen vermogen op basis van IFRS significant kleiner of groter is dan op basis van Dutch GAAP. Dit is gedaan door met een gepaarde t-toets na te gaan of het eigen vermogen per 31 december 2004 volgens Dutch GAAP significant verschilt van het eigen vermogen in de openingsbalans van 2005 volgens IFRS. Ten tweede is getoetst of de ratio tussen de boekwaarde en de marktwaarde van het eigen vermogen op basis van Dutch GAAP, gemeten op 31 december 2004, significant verschilt van de boek-/marktwaarderatio op basis van IFRS, gemeten over een aantal jaren; respectievelijk op 1 januari 2005, 31 december 2005, 2006 en 2007. Door een ratio te nemen, heeft elk bedrijf hetzelfde gewicht en wordt dus de invloed van enkele grote ondernemingen op het resultaat van de toets weggenomen. Door de cijfers van Dutch GAAP in 2004 te vergelijken met die van IFRS over meerdere jaren wordt onderzocht of er wellicht sprake was van *first-time adoption*. Het zou kunnen zijn dat ondernemingen in het eerste jaar nog redelijk voorzichtig zijn omgegaan met de toepassing van IFRS, waardoor de boek-/marktwaarderatio in het eerste jaar niet significant verschilt, maar de effecten van IFRS in de daarop volgende jaren beter zichtbaar zijn geworden. Een beperking van het gebruik van de ratio is dat geen onderscheid wordt gemaakt tussen ondernemingen met zowel een hogere boek- als marktwaarde en ondernemingen waar dit niet het geval is. Daarom hebben wij ook getoetst of de afstand tot een boek-/marktwaarderatio van 100 procent significant verschilt onder IFRS ten opzichte van Dutch GAAP. Door deze toets wordt deze tekortkoming ondervangen.

Het onderzoek kent de nodige beperkingen. Het is belangrijk om deze beperkingen goed in ogenschouw te nemen bij de interpretatie van de uitkomsten. Allereerst geldt als ons referentiejaar het boekjaar 2004. Dit boekjaar hoeft niet representatief te zijn voor de boek-/marktwaarderatio's onder Dutch GAAP in de daaraan voorafgaande periode. Voorts kunnen naast de IFRS-adoptie ook andere factoren aanwezig zijn die de boek-/marktwaarderatio beïnvloeden. Deze laten we in het empirisch onderzoek verder buiten beschouwing, waardoor ons onderzoek een belangrijke

ceteris paribus-clausule kent.

Een andere beperking betreft de versturende werking van de *first-time adoption*-regels van IFRS, zoals deze in de standaard IFRS 1 zijn opgenomen. Bij een normale stelselwijziging geldt dat deze retrospectief toegepast moet worden of met andere woorden, alsof de nieuwe grondslag *altijd* al zou zijn toegepast door de onderneming. Bij de overgang naar IFRS gold deze retrospectieve eis als algemeen beginsel. Maar om aan praktische bezwaren van ondernemingszijde tegemoet te komen, werden vele uitzonderingen op de retrospectieve toepassing ingevoerd, waarvan de belangrijkste lagen op het gebied van omrekeningsverschillen, pensioenen, fusies en overnames (verwerking goodwill) en financiële instrumenten (Vergoossen, 2006, p. 559). Dit betekent feitelijk dat IFRS semi-retrospectief is toegepast, waardoor ongetwijfeld de eerste IFRS-jaarrekeningen nog sporen van Dutch-GAAP in zich bergen. Dit probleem van *first-time adoption* wordt in ons onderzoek deels ondervangen door tevens een vergelijking te maken met opvolgende jaren. Het probleem is te vergelijken met de versturende werking die volgens Roychowdhury en Watts kan uitgaan van de samenstelling van het beginvermogen. Zij tonen aan dat de relatie tussen begin- en eindboek-/marktwaarderatio afneemt naarmate de tussenliggende periode groter wordt. Ook tonen zij aan dat dit effect reeds na twee jaar optreedt. Derhalve zou de boek-/marktwaarderatio gemeten in 2007 minder of niet zijn beïnvloed door de versturende werking die uitgaat van *first-time adoption*.

In de volgende paragraaf wordt de achtergrond van dit artikel uiteengezet. Er worden redenen gegeven voor het verschil tussen het boekhoudkundige eigen vermogen en de marktwaarde. Tevens worden de gebruikte data uiteengezet. In paragraaf 3 wordt het onderzoek behandeld en komen de onderzoeksmethoden en -resultaten aan bod. Paragraaf 4 sluit af met de conclusies alsmede een nabeschuiving.

2. Achtergrond

Met ingang van het boekjaar 2005 zijn alle Europese beursgenoteerde ondernemingen verplicht hun geconsolideerde jaarrekening op te stellen volgens IFRS. Eén van de meest in het oog springende veranderingen is de verschuiving van de waarderingsgrondslagen richting reële waarden in plaats van de traditionele waardering tegen verkrijgings- of vervaardigingsprijs. De verwachting is derhalve gerechtvaardigd dat door de invoering van IFRS het verschil tussen de boekwaarde van het eigen vermogen en de marktwaarde kleiner zal gaan worden.

Over de oorzaken van het kleiner wordend verschil tussen de boekwaarde van het eigen vermogen en de marktwaarde van de onderneming bestaan vele verklaringen. Een van de

meest opvallende veranderingen is dat het boekhoudkundig eigen vermogen een resultante is van boekhoudconcepten en -grondslagen die in de regel gericht zijn op het registreren van feitelijke transacties en gebeurtenissen die in het verleden hebben plaatsgevonden en waarin toekomstgerichte informatie slechts een beperkte plaats heeft. Dit laat zich bij uitstek illustreren door de boekhoudkundige behandeling van goodwill. Op het moment van acquisitie kan de betaalde goodwill nog wel worden gezien als een perceptie van de markt van de verwachte te behalen voordelen die de bedrijfscombinatie kan genereren. De boekhoudkundige waardering van goodwill vindt echter na acquisitie plaats tegen kostprijs, waarbij volgens IFRS alleen met waardeverminderingen rekening moet worden gehouden. Een mogelijke waardevermeerdering van deze goodwill wordt door toepassing van de verslaggevingsregels eenvoudigweg niet geregistreerd. In het hier genoemde voorbeeld met betrekking tot de goodwill valt tevens op te merken dat in de Nederlandse praktijk tot voor kort de mogelijkheid werd geboden de gekochte goodwill ineens ten laste van het eigen vermogen te brengen. Alhoewel de meeste beursgenoteerde ondernemingen vlak voor de overgang naar IFRS niet meer veelvuldig van deze mogelijkheid gebruik maakten, kunnen ook eerdere afboekingen nog steeds hun invloed hebben. Met de invoering van IFRS en het toepassen van IFRS 1 wordt dit verschil niet of niet geheel ongedaan gemaakt, daar voor 1 januari 2004 gepleegde overnames niet alsnog volgens IFRS hoefden te worden verwerkt. Dit betekent dat als destijds de goodwill rechtstreeks van het eigen vermogen zou zijn afgeboekt, dit niet ongedaan hoefde te worden gemaakt in de eerste IFRS-jaarrekeningen. Vandaar dat de IFRS-jaarrekeningen in de periode na de overgang nog belangrijke sporen kunnen dragen van Dutch GAAP-verwerkingen en daarmee feitelijk een hybride GAAP-karakter bezitten.

Ook andere boekhoudconventies kunnen leiden tot een verschil tussen de boekwaarde en de marktwaarde van het eigen vermogen, zoals waardering van activa tegen verkrijgings- of vervaardigingsprijs, het niet activeren van overige immateriële activa en het niet waarderen van verwachte voordelen zoals die uit reorganisatieplannen. Verschillen kunnen ook optreden, omdat markten op andere wijze onzekerheid en huidige transactiepreizen laten meewegen in de waardering van (beleggings)activa van de onderneming; een fenomeen dat in de huidige tijd van de kredietcrisis duidelijk zichtbaar wordt.

Basu (1997) onderkent tevens een gedragsmatige dimensie die hij duidt met de term 'conservatisme'. Het gaat dan om de *conditional* en *unconditional* vorm van conservatisme, waarbij het ons specifiek te doen is om de tweede vorm. Volgens Basu is conservatisme de neiging van accountants om slecht nieuws over toekomstige kasstromen eerder te

erkennen dan goed nieuws. Hierdoor zal de winst eerder door slecht nieuws worden beïnvloed dan door goed nieuws. In een efficiënte markt daarentegen wordt al het nieuws direct verwerkt in de beurskoers. Verder zijn veel verklaringen terug te voeren op de bovengenoemde boekhoudregistratiebeginselen, die eveneens door Watts (2003b) met de term conservatisme worden aangeduid. Door *unconditional* conservatisme worden verhogingen van de waarde van activa die niet voldoende kunnen worden geverifieerd niet opgenomen in de jaarrekening, terwijl verlagen met dezelfde verifieerbaarheid wel worden meegevoerd (Watts, 2003b). Basu voegt hier nog het element van de asymmetrische tijdigheid van inkomsten aan toe. Positieve veranderingen die nog niet verifieerbaar zijn, worden pas in latere perioden in de jaarrekening opgenomen, bijvoorbeeld besparingen uit hoofde van al in de aandelenkoers ingeprijste reorganisatieplannen.

In ons onderzoek sluiten wij eveneens aan bij Roychowdhury en Watts (2007). Zij onderkennen naast de *asymmetric timeliness of earnings* de *market to book-ratio* als een belangrijke maatstaf voor conservatisme. Zij onderscheiden in toenemende mate van waarde de volgende daarvoor geldende waardemaatstaven, zoals: *historical cost of net assets*, *book value of net assets*, *net asset value* en *tenslotte equity value*. De *market to book-ratio* bestaat, doordat verslaggevingsregels de veranderingen in *rents* (onder andere: groeimogelijkheden, overwinsten door monopolie) en oncontroleerbare veranderingen in waarde van actiefposten niet of niet tijdig onderkennen. Bij oncontroleerbare veranderingen in waarde van actiefposten valt onder meer te denken aan het niet activeren van intern gegenereerde immateriële activa. Roychowdhury en Watts merken daarnaast ook op dat er een tendentie bestaat om verslaggevingsregels te ontwikkelen die meer neigen naar de *equity value*. Als voorbeeld noemen zij de invoering van FAS 141. In het verlengde hiervan wijzen wij op de invoering van IFRS, die dezelfde intentie kent en ook de activering van gekochte goodwill verplicht.

Als verslaggevingregels meer richting marktwaarde gaan, zal de boek-/marktwaarderatio theoretisch richting honderd procent gaan. Omdat de boekwaarde van het eigen vermogen bij de meeste ondernemingen lager is dan de marktwaarde zal dit betekenen dat de gemiddelde boek-/marktwaarderatio groter zal worden. Door toedoen van de door ons a priori aangenomen prominente rol die *fair value* inneemt in de waarderingsgrondslagen van diverse IFRS-standaarden is de verwachting dat de boek-/marktwaarderatio dus toeneemt, hetgeen in volgende paragraaf wordt onderzocht.

Zoals eerder aangegeven zijn er volgens Roychowdhury en Watts meerdere waardemaatstaven. Zij onderscheiden vier componenten van *equity value*, waarbij het bestaan van de boek-/marktwaarderatio wordt verklaard door de compo-

renten en *unverifiable increases in value of separable net assets*. Doordat deze componenten niet nauwkeurig te meten zijn, zal de boek-/marktwaarderatio nooit een perfecte maatstaf voor conservatisme zijn. Dit kan dus een versturende factor in ons onderzoek zijn. Echter, deze componenten worden door zowel IFRS als de Nederlandse verslaggevingsregels van vóór de invoering van IFRS niet ondervangen en speelt zodanig in beide perioden.

De laatste jaren is de Nederlandse verslaggevingspraktijk ook onderhevig geweest aan veranderingen. Naar aanleiding van de goedkeuring van de vierde en de zevende EG-richtlijnen zijn wijzigingen doorgevoerd in BW 2 Titel 9. Dit heeft tevens geleid tot de invoering van het Besluit Actuele Waarde. Hiermee heeft het actuele waardebegrip ook zijn weg gevonden in de Nederlandse wetgeving. Echter, deze veranderingen zijn pas van kracht geworden in 2005, waardoor de informatie in de jaarrekeningen van 2004 en eerder hoofdzakelijk beïnvloed worden door traditionele verslaggevingsregels te vergelijken met de *net assets at historical cost* van Roychowdhury en Watts. Echter, de *fair value* is als waarderingsgrondslag (vergelijk actuele waarde in de Nederlandse situatie) op meerdere plaatsen in IFRS toegestaan en in bijvoorbeeld IAS 39 zelfs verplicht gesteld, waardoor IFRS eveneens te vergelijken valt met de *book value of net assets* van Roychowdhury en Watts.

Rekeninghoudend met de invloed van rents en het niet of niet tijdig onderkennen van de *unverifiable increases in value of separable net assets* op de boek-/marktwaarderatio als maatstaf voor conservatisme in de verslaggeving en onder aanname dat deze invloeden in elke periode van invloed zijn, zijn wij van mening dat de boek-/marktwaarderatio een goede graadmeter is voor het onderzoek naar de verschillende mate van conservatisme tussen IFRS en de traditionele verslaggeving in Nederland van voor de invoering van IFRS. Bovenstaande bespreking verduidelijkt eens te meer het bestaan van de boek-/marktwaarderatio en geeft tevens aan dat conservatisme in de verslaggeving altijd zal blijven bestaan. Echter, op basis van deze bespreking is tevens aannemelijk gemaakt dat het eigen vermogen zich meer richting de eerder genoemde *equity value* van Roychowdhury en Watts zal bewegen (vertaald naar een stijging van de boek-/marktwaarderatio richting de 100%) wat voldoende aanleiding geeft om deze hypothese in de volgende paragraaf nader te onderzoeken.

3. Empirisch onderzoek

De omvang van de boek-/marktwaarderatio is bepaald voor in Nederland beursgenoteerde ondernemingen in zowel de situatie van IFRS als Dutch GAAP. Als steekproef is gekozen voor de ondernemingen met een notering aan de AEX (25), AMX (25) en AScX (25). Lokale fondsen zijn niet meegenomen, omdat de omvang van de handel varieert per

onderneming, maar aangenomen wordt dat de grotere fondsen meer liquide markten hebben. Van de 75 ondernemingen bleken er 13 in het jaar 2004 niet geschikt voor dit onderzoek.¹ Wij verwijzen verder naar bijlage A voor het overzicht van de overgebleven ondernemingen. Er is zowel rekening gehouden met ondernemingen met een lager, als ondernemingen met een hoger eigen vermogen dan beurswaarde. Van de onderzochte ondernemingen zijn er voor de jaren 2005, 2006 en 2007 respectievelijk 59, 59 en 58 bruikbaar voor het onderzoek. Wij hebben deze spreiding in jaren gekozen om zoveel mogelijk de eventuele verstoring van het “*first-time adoption*”-effect te verkleinen.

De gegevens ten behoeve van het onderzoek zijn ontleend aan gepubliceerde jaarrekeningen van de onderzochte ondernemingen. Het gerapporteerde eigen vermogen geeft de boekhoudkundige waarde van de onderneming weer. In de jaarrekeningen wordt vaak een onderscheid gemaakt tussen groepsvermogen en het eigen vermogen toe te rekenen aan de aandeelhouders. Voor dit onderzoek is gekozen voor het aan de aandeelhouders toe te rekenen eigen vermogen in plaats van het groepsvermogen, omdat naar de onderneming wordt gekeken vanuit het perspectief van de investeerders, de aandeelhouders. Het aandeel derden wordt daarom niet meegerekend in de omvang van het eigen vermogen.

De gevonden waarden worden afgezet tegen de marktwaarde van de onderneming, de waarde die de aandeelhouders aan de onderneming hechten. In de jaarrekeningen staat vermeld hoeveel aandelen er ultimo boekjaar zijn geplaatst en vaak ook het aantal aandelen dat uitstaat. Tussen beide zit soms een verschil. Bij dit onderzoek gaan wij uit van het aantal uitstaande aandelen, omdat niet alle geplaatste aandelen vrij verhandelbaar zijn. De aandelen die niet vrij verhandelbaar zijn, zoals door de onderneming ingekochte maar nog niet ingetrokken aandelen, worden niet meegenomen in de berekening van de marktwaarde van de onderneming.

3.1 Verschillen in het eigen vermogen

Om te bepalen of er een significant verschil bestaat tussen de waarden van het eigen vermogen onder IFRS en onder Dutch GAAP is een statistische toets uitgevoerd. Er is gekozen voor een *matched pairs t-test* (zie eindnoot 3). Deze test is uitermate geschikt vanwege de gepaardheid van de data.

Er is getest of er een significant verschil bestaat tussen het eigen vermogen volgens Dutch GAAP en IFRS. Deze test is uitgevoerd door het eigen vermogen per 31 december 2004 volgens Dutch GAAP te vergelijken met het eigen vermogen van de beginbalans 2005 volgens IFRS. De waarden van de beginbalans 2005 worden in dit artikel verder als ‘2004 IFRS’ aangeduid, de waarden van de eindbalans 2005 met ‘2005 IFRS’.

Wij hebben gekozen voor een significantieniveau van 95% ($\alpha = 5\%$). Er wordt tweezijdig getoetst, omdat het gemiddelde eigen vermogen zowel hoger als lager kan zijn geworden door de invoering van de IFRS. Wij zijn geïnteresseerd of de gemiddelden van beide verdelingen wel of niet aan elkaar gelijk zijn. De nulhypothese is dat het gemiddelde in de populatie nul is en de alternatieve hypothese is dat het gemiddelde verschil ongelijk is aan nul:

$$H_0: \mu_{\text{IFRS } t} = \mu_{\text{Dutch GAAP } t}$$

$$H_1: \mu_{\text{IFRS } t} \neq \mu_{\text{Dutch GAAP } t}$$

Waarbij μ_{IFRS} staat voor het gemiddelde eigen vermogen volgens de IFRS en $\mu_{\text{Dutch GAAP}}$ voor het gemiddelde eigen vermogen volgens Dutch GAAP.

Bij de onderzochte ondernemingen zijn de volgende steekproefgemiddelden gevonden.

Tabel 1 Steekproef gemiddelden (bedragen in miljoenen euro's).

	2004 BW 2 Titel 9	2004 IFRS
Gemiddelde waarde eigen vermogen	2233,1	2203,5
Standaarddeviatie	4782,6	4772,4

In onderstaande tabel wordt een overzicht gegeven van de uitkomsten van de gepaarde t-toets.

Tabel 2 Resultaten “matched-pairs t-test” van boekwaarde eigen vermogen volgens IFRS en Dutch GAAP

	Gemiddeld	Standaarddeviatie	Ondergrens	Bovengrens	t-waarde	Vrijheidsgraden	p-waarde
2004 BW 2 Titel 9 met 2004 IFRS	-29,57	519,22	-161,43	102,29	-0,45	61	0,655

Om te kunnen concluderen of we de nulhypothese wel of niet moeten verwerpen, dient de p-waarde vergeleken te worden met de gekozen α van 5% (95% betrouwbaarheidsniveau). Er wordt tweezijdig getoetst, daarom moet de α nog door twee worden gedeeld. Als de p-waarde dus lager is dan 0,0025 wordt de nulhypothese verworpen.

De p-waarde is veel groter dan 0,025 ($\alpha = 5\%$), dus kunnen we de nulhypothese niet verwerpen. Met een betrouwbaarheid van 95% kunnen we stellen dat er geen significant verschil bestaat tussen het gemiddelde eigen vermogen van de onderzochte ondernemingen volgens IFRS en volgens Dutch GAAP.

3.2 Boek-/marktwaarderatio

Met de volgende toets wordt de boek-/marktwaarderatio onder de verschillende waarderingsmethoden nader geanalyseerd. Door een ratio van de boekwaarde ten opzichte van de marktwaarde te nemen, wordt elke onderneming hetzelfde gewaardeerd. Hierdoor wordt de invloed van enkele grote ondernemingen op het resultaat van de toets weggenomen en heeft elke onderneming evenveel gewicht.

De percentages behorende bij de boek-/marktwaarderatio per 1 januari 2005 conform de waarderingsgrondslagen van IFRS zijn vervolgens van laag naar hoog gerangschikt. In bijlage B is dit grafisch weergegeven. In de grafiek zijn de punten behorende bij de procentuele boek-/marktwaarderatio van IFRS met een lijn verbonden en hetzelfde is gedaan voor de punten behorende bij de procentuele boek-/marktwaarderatio volgens Dutch GAAP. Door de indeling op de X-as intact te laten, oftewel door dezelfde volgorde van ondernemingen aan te houden voor de Dutch GAAP-lijn, is duidelijk te zien hoe deze om de IFRS-lijn heen kronkelt. De eerste indruk die dit dan ook geeft is dat de verschillen per onderneming aanzienlijk zijn. Opvallend aan de grafiek is dat over het algemeen de percentages lager zijn onder de waarderingsgrondslagen van IFRS.

De gevonden steekproefgemiddelden zijn samengevat in tabel 3.

Het gemiddelde percentage boek-/marktwaarderatio in 2004 is 60,18% volgens de waarderingsgrondslagen Dutch GAAP. Bij waardering volgens IFRS is het gemiddelde

Tabel 3 Statistische grootheden van de procentuele boek-/marktwaarderatio.

	N	Minimum	Maximum	Gemiddeld	Standaarddeviatie
2004 BW2 Titel 9	62	-7,73%	185,42%	60,18%	32,25%
2004 IFRS	62	-6,84%	170,86%	56,66%	29,93%
2005 IFRS	59	10,25%	116,41%	50,04%	25,13%
2006 IFRS	59	11,09%	251,06%	46,76%	34,52%
2007 IFRS	57	13,04%	268,75%	54,94%	39,46%

Tabel 4 Resultaten *matched pairs t-test* tussen boek-/marktwaarderatio onder IFRS en Dutch Gaap.

	Gemiddeld	Standaard-deviatie	Ondergrens	Bovengrens	t-waarde	Vrijheids-graden	p-waarde
2004 BW 2 Titel 9 met 2004 IFRS	0,035	0,092	0,012	0,059	3,009	61	0,004
2004 BW 2 Titel 9 met 2005 IFRS	0,099	0,228	0,040	0,159	3,342	58	0,001
2004 BW 2 Titel 9 met 2006 IFRS	0,107	0,243	0,044	0,170	3,385	58	0,001
2004 BW 2 Titel 9 met 2007 IFRS	0,031	0,283	-0,044	0,107	0,837	56	0,406

percentage boek-/marktwaarderatio 56,66% begin 2005. In de daaropvolgende jaren is de boek-/marktwaarderatio volgens IFRS respectievelijk 50,04%, 46,76% en 54,94%. Op basis van deze gegevens is er aanleiding om aan te nemen dat, tegen de verwachtingen in, de boek-/marktwaarderatio kleiner is geworden door de invoering van de IFRS. Om te bepalen of de boek-/marktwaarderatio significant kleiner is onder de verslaggevingregels IFRS gaan we een gepaarde t-toets uitvoeren. Er wordt eenzijdig getoetst of het gemiddelde percentage boek-/marktwaarderatio volgens IFRS significant kleiner is dan het gemiddelde percentage boek-/marktwaarderatio volgens Dutch GAAP. Hiertoe is de volgende hypothese opgesteld:

$H_0: \mu \% \text{ IFRS } t = \mu \% \text{ Dutch GAAP } t$

$H_1: \mu \% \text{ IFRS } t < \mu \% \text{ Dutch GAAP } t$

Waarbij $\mu \% \text{ IFRS}$ staat voor het gemiddelde percentage boek-/marktwaarderatio berekend als het eigen vermogen onder IFRS, uitgedrukt in een percentage van de beurswaarde en $\mu \% \text{ Dutch GAAP}$ staat voor het gemiddelde percentage boek-/marktwaarderatio, berekend door het eigen vermogen volgens Dutch GAAP en uitgedrukt in een percentage van de beurswaarde.

Bij een eenzijdige toets wordt gekeken of een gevonden gemiddelde een kritische grens overschrijdt, waarbij de nulhypothese kan worden verworpen. Deze kritische grens wordt mede bepaald door het gekozen betrouwbaarheidsniveau. Wij hebben wederom gekozen voor een betrouwbaarheidsinterval van 95% ($\alpha = 5\%$). De gevonden p-waarden dienen te worden vergeleken met de α van 0,05. Als de gevonden p-waarde groter is dan 0,05 is er geen aanleiding om de nulhypothese te verwerpen. Er kan dan worden geconcludeerd dat de gemiddelde boek-/marktwaarderatio volgens IFRS niet significant kleiner is dan de gemiddelde boek-/marktwaarderatio volgens Dutch GAAP. In tabel 4 zijn de uitkomsten van de statistische toets samengevat.

Als de p-waarde kleiner is dan 0,05 ($\alpha = 5\%$) verwerpen we de nulhypothese. Dit is het geval voor de toetsen van het gemiddelde percentage boek-/marktwaarderatio 2004 onder Dutch GAAP met het gemiddelde percentage boek-/marktwaarderatio onder IFRS met de jaren 2004, 2005 en 2006. Met een zekerheid van 95% kunnen we zeggen dat het gemiddelde percentage boek-/marktwaarderatio volgens IFRS kleiner is dan het gemiddelde percentage boek-/marktwaarderatio onder Dutch GAAP voor die jaren. Voor de toets tussen het gemiddelde percentage boek-/marktwaarderatio 2004 volgens Dutch GAAP met het gemiddelde percentage boek-/marktwaarderatio volgens IFRS voor het jaar 2007 is geen significant verschil gevonden. Er kan voor deze vergelijking dus niet worden geconcludeerd dat de gemiddelde boek-/marktwaarderatio van elkaar verschillen.

3.3 Verschil met 100 procent

In de vorige toetsen is geen onderscheid gemaakt tussen de ondernemingen met een relatief laag eigen vermogen ten opzichte van de beurswaarde en de ondernemingen met een relatief hoog eigen vermogen ten opzichte van de beurswaarde; ofwel ondernemingen met een percentage kleiner dan 100% en percentages hoger dan 100%. Door de afstand tot de 100% boek-/marktwaarderatio te toetsen wordt hier wel rekening mee gehouden. De afstand tot 100% is als volgt berekend:

Afstand tot 100% = $|100\% - (\text{boekwaarde eigen vermogen} / \text{beurswaarde}) \times 100\%|$

Als hier een negatief getal uitkomt, wordt deze positief gemaakt.

Uit onderstaande tabel is af te lezen dat de gemiddelde afstand tot de ideale 100%-grens op basis van de Nederlandse verslaggevingsregels 45,2% bedraagt. In de daarop volgende jaren is de gemiddelde afstand respectievelijk 50,55%, 58,74% en 51,9%.

Tabel 5 Statistische grootheden van de procentuele boek-/marktwaarderatio onder Dutch GAAP en IFRS berekend als de afstand tot de 100%.

	N	Minimum	Maximum	Gemiddeld	Standaarddeviatie
BW 2 Titel 9 2004	62	4,15%	107,73%	45,24%	23,90%
IFRS 2004	62	5,79%	106,84%	47,51%	22,59%
IFRS 2005	59	0,87%	89,75%	50,55%	23,91%
IFRS 2006	59	11,27%	151,06%	58,74%	23,77%
IFRS 2007	56	3,48%	168,75%	51,90%	28,40%

Aan de hand van een gepaarde t-toets is getoetst of deze gemiddelden significant van elkaar verschillen. Er is tweezijdig getoetst en hierbij zijn de volgende hypothesen opgesteld:

$$H_0: \mu_{\text{afstand tot 100\% IFRS}} = \mu_{\text{afstand tot 100\% Dutch GAAP}}$$

$$H_1: \mu_{\text{afstand tot 100\% IFRS}} \neq \mu_{\text{afstand tot 100\% Dutch GAAP}}$$

Waarbij $\mu_{\text{afstand tot 100\% IFRS}}$ staat voor de gemiddelde afstand tot de ideale 100% boek-/marktwaarderatio (in dat geval is er geen boek-/marktwaarderatio) volgens de IFRS en $\mu_{\text{afstand tot 100\% Dutch GAAP}}$ staat voor de gemiddelde afstand tot de 100% volgens de verslaggevingsstandaarden van Dutch GAAP. Er is gekozen voor een significantieniveau van 95% ($\alpha = 5\%$) en de uitkomsten van de toets zijn in samenvatte vorm weergegeven in de onderstaande tabel.

Als de p-waarde kleiner is dan 0,025 verwerpen we de nulhypothese. Dit is alleen het geval voor de test tussen 2004 volgens Dutch GAAP met 2006 IFRS. Voor de overige jaren is er geen significant verschil tussen de gemiddelde afstand tot de 100%-grens onder IFRS en onder Dutch GAAP en we kunnen niet concluderen dat de afstand tot 100% volgens IFRS significant verschilt van de afstand tot 100%

volgens Dutch GAAP.

4. Conclusies en nabeschuiving

Door de invloed van de waardering tegen 'fair value' zou als hypothese de boek-/marktwaarderatio groter kunnen worden. In dit onderzoek is onderzocht of dit ook daadwerkelijk het geval zal zijn. Uit het onderzoek is gebleken dat er geen significant verschil bestaat tussen het eigen vermogen volgens Dutch GAAP en IFRS eind 2004. In de tweede toets is getest of de gemiddelde boek-/marktwaarderatio volgens Dutch GAAP significant verschilt van IFRS. De gemiddelde boek-/marktwaarderatio volgens IFRS blijkt in de jaren 2004, 2005 en 2006 tegen de verwachting, significant kleiner te zijn dan de ratio volgens Dutch GAAP. Deze resultaten van het empirisch onderzoek sluiten niet aan bij de geformuleerde verwachting. Als laatste is de positieve afstand tot 100% boek-/marktwaarderatio getoetst. Hieruit is gebleken dat de afstand tot 100% volgens Dutch GAAP in 2004 significant verschilt van de afstand volgens IFRS in 2006. In de overige jaren is dit verschil niet significant.

Hoe moeten nu deze onderzoeksresultaten worden geduid? Het blijkt dat naast de invoering van IFRS er nog andere determinanten een rol kunnen spelen. In dat verband vermelden wij allereerst dat het marktsentiment een rol

Tabel 6 Resultaten *matched pairs* tussen de gemiddelde afstand tot 100% volgens de waardering op Dutch GAAP en IFRS.

	Gemiddeld	Standaarddeviatie	Ondergrens	Bovengrens	t-waarde	Vrijheidsgraden	p-waarde
2004 GAAP met 2004 IFRS	02,27%	09,14%	-00,05%	04,59%	1,96	61	0,055
2004 GAAP met 2005 IFRS	-05,61%	30,35%	-13,52%	02,30%	-1,42	58	0,161
2004 GAAP met 2006 IFRS	-13,32%	30,09%	-21,16%	-05,48%	-3,40	58	0,001
2004 GAAP met 2007 IFRS	-05,88%	36,02%	-15,53%	03,76%	-1,22	55	0,227

heeft gespeeld in de onderzoeksuitkomsten. Terwijl de aandelenrendementen in 2004, 2005 en 2006 redelijk tot goed te noemen waren, vielen deze in 2007 tegen waardoor met name in dit laatste jaar de boekwaarde weer toenam ten opzichte van de marktwaarde. Het jaar 2007 luidde dan ook het begin in van de kredietcrisis. Momenteel zien we door de sterk gedaalde aandelenkoersen dat de boekwaarden van vele beursgenoteerde ondernemingen hoger zijn dan de marktwaarden.

Een andere oorzaak kan het versturende effect zijn van beursintroducties en overnames. Als bijvoorbeeld ondernemingen met een hoge boek-/marktwaarderatio de beurs verlaten door overname, door bijvoorbeeld een private equity-investeerder, kan dit beeld aanzienlijk worden beïnvloed.

Als laatste dient het conservatisme in IFRS zelf als verklarende grond te worden aangewezen. Hoewel IFRS wordt aangeduid als fair value based blijkt dat nog steeds in vele standaarden historische kostprijs geboden respectievelijk toegestaan is (Ter Hoeven, 2006). Ten opzichte van Dutch GAAP zijn het vooral de derivaten die onder IFRS verplicht op basis van 'fair value' moeten worden gewaardeerd, terwijl dit onder Dutch GAAP niet gebruikelijk was. Maar bij veel niet-financiële instellingen worden derivaten slechts gebruikt voor hedge accounting en vormen deze een niet-materiële post op de balans. Verder zullen met name financiële instellingen een aantal portefeuilles naar een fair value-categorie (zoals *available for sale*) hebben gebracht, maar deze vormen slechts een beperkt deel van de populatie. Tevens dient bedacht te worden dat de fair value-grondslag ook tegengesteld dan verwacht kan werken. Zo waardeerden vrijwel alle ondernemingen hun

pensioenverplichtingen op de IFRS-overgangsdatum op fair value. Dit zorgde bij veel ondernemingen voor een toename van de verplichtingen en daarmee tot een vergroting van de waardeklouf.

Een laatste verklaring is dat daar waar IFRS een grondslagkeuze biedt tussen waardering tegen kostprijs en fair value (IAS 16, 38, 40) ondernemingen doorgaans kiezen voor kostprijsgrondslag (Ernst & Young, 2006, p.10). Uitzondering zijn de vastgoedbeleggingsinstellingen die in de regel hun beleggingsobjecten tegen 'fair value' waarderen (en dit overigens ook al deden onder Dutch GAAP).

Dit beeld van conservatisme bij (toepassing van) IFRS wordt bevestigd door het onderzoek van Vergoossen (2006), die constateerde dat de meeste ondernemingen in de AEX/AMX-index geconfronteerd werden met een afname van het eigen vermogen bij de overgang naar IFRS, hetgeen tevens in lijn is met onze bevinding op totaalniveau. Nader onderzoek zou moeten uitwijzen of deze uitkomsten uit dit onderzoek ook in de toekomst zullen blijven gelden. Het zal er dan eveneens om gaan wat de invloed van de voortschrijdende kredietcrisis op de aandelenkoersen is en welke gevolgen dit zal hebben voor de marktwaarden en daarmee de boek-/marktwaarderatio. ■

Drs. G. J. Ubels is werkzaam bij Mazars Paardekooper Hoffman N.V. te Amsterdam. Prof. dr. D.M. Swagerman is hoogleraar controlling aan de RUG. Prof. dr. R. L. ter Hoeven RA is eveneens hoogleraar aan de RUG en gevolmachtigde van Deloitte Accountants B.V. te Rotterdam. De auteurs bedanken Stefan Bos, destijds student-assistent aan de RUG, voor zijn ondersteuning.

Literatuur

- Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 25, No. 1, pp. 1-34.
- Bos, A. de (1999). De waardeklouf tussen eigen vermogen en beurswaarde: immateriële activa een verklarende factor?, in: A.J. Bindenga, M.A. van Hoepen en J. Maat (red.), *Bericht gegeven, Opstellenbundel aangeboden aan Prof. drs. F. Krens*, Deventer: Kluwer, pp. 85-104.
- Camfferman, K. en F. van der Wel (2003). Reële waarde in de jaarrekening, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 77, no. 9, pp. 379-386.
- Ernst & Young (2006). *IFRS, Observations on the Implementation of IFRS*, September 2006.
- Hoeven, R.L. ter (2006). *De zin en onzin van fair value in de jaarrekening, de zoektocht naar natuurlijke breuklijnen in het historische kostprijsoppervlak*, Oratie Rijksuniversiteit Groningen, Groningen.
- Hoogendoorn, M.N. (1997). Column. Aandeelhouderswaarde en jaarrekening, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 71, no. 7/8, juli/augustus, pp. 334-335.
- Hoogendoorn, M. N. en S.M.M. de Bruijn (2000). De kloof tussen aandeelhouderswaarde en eigen vermogen: omvang, oorzaken en oplossingen. *Tijdschrift voor de Bedrijfsadministratie*, vol. 104, no. 1233, pp. 206-214.
- Hoogendoorn, M.N. (1999). Een modeljaarrekening op basis van aandeelhouderswaarde?, in: A.J. Bindenga, M.A. van Hoepen en J. Maat (red.), *Bericht gegeven, Opstellenbundel aangeboden aan prof. drs. F. Krens*, Deventer: Kluwer, 1999, pp. 195-212.
- Hulsen, P.H.A. van (1996). Beurswaarde en externe verslaggeving, *Tijdschrift voor Bedrijfsadministratie*, vol. 100, nr. 1190, mei, pp. 181-192.
- Krens, F. (2003). Het begrip reële waarde, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 77, no. 9, pp. 371-378.
- Langendijk, H.P.A. (2005). Fair value accounting volgens de IASB en Limperg, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 79, no. 4, pp. 132-140.

■ Moore, D.S. en G.P. McCabe (2003), *Introduction to the practice of statistics* (4th ed.), New York: Freeman.

■ Ross, S.A., R.W. Westerfield en F. Jaffe (2002), *Corporate Finance* (6th ed.), McGraw-Hill Irwin.

■ Roychowdhury, S., en R. Watts (2007), Asymmetric timeliness of earnings, market-to-

book and conservatism in financial reporting, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 44, pp. 2-31.

■ Vergoossen, R.G.A. (2006), Invloed van IFRS op netto-resultaat en eigen vermogen, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, november 2006, pp. 550-561.

■ Watts, R. (2003a), Conservatism in

accounting part I: explanations and implications, *Accounting Horizons*, vol. 17, no. 3, pp. 207-222.

■ Watts, R. (2003b), Conservatism in accounting part II: Evidence and Research Opportunities, *Accounting Horizons*, vol. 17, no. 4, pp. 287-301.

Noten

1 Om de data te registreren en te ordenen is gebruik gemaakt van het spreadsheetprogramma Excel en het statistische programma SPSS. Met behulp van SPSS zijn analyses uitgevoerd op de data en hypothesen getoetst.

2 Deze test onderzoekt het gemiddelde verschil tussen paren van onderzoeksobjecten. Voorwaarden voor de matched pairs t-test zijn:

- de te toetsen variabelen zijn van minimaal intervalniveau;
- de waarnemingen zijn onafhankelijk van elkaar;
- de verschillen zijn in de populatie normaal verdeeld;
- de twee steekproeven zijn afhankelijk van elkaar, dat wil zeggen zijn gepaard.

De gegevens voldoen aan drie van de vier voorwaarden, alleen aan de voorwaarde van de normale verdeling wordt niet voldaan. Indien de steekproef uit minimaal veertig entiteiten bestaat dan kan er volgens Moore en McCabe (2003) zonder problemen een t-toets op scheef verdeelde data worden uitgevoerd.

Bijlage A Data totale steekproef

In de Tabel is voor de bedrijven in de totale steekproef de gevonden en berekende gegevens weergegeven. Hierbij is in de kolom boekwaarde IFRS (boekwaarde Dutch GAAP) het eigen vermogen weergegeven volgens de verslaggeving-standaarden van de IFRS (Dutch GAAP). MTB staat voor boek/marktwaarderatio. De absolute boek/marktwaarderatio is berekend als het verschil tussen eigen vermogen en beurswaarde, bij de relatieve boek/marktwaarderatio is het eigen

vermogen uitgedrukt in een percentage van de beurswaarde. In de kolom afstand is de afstand berekend tussen de relatieve boek/marktwaarderatio en 100%, de situatie waarin het eigen vermogen gelijk is aan de beurswaarde. En in de laatste kolom zijn voor de bedrijven waar het eigen vermogen groter is dan de beurswaarde en waarbij een negatieve afstand is gevonden positief gemaakt, waardoor er alleen maar positieve percentages over zijn gebleven. Bedragen voor boekwaarde, beurswaarde en de absolute boek/marktwaarderatio (MTB) zijn in miljoenen euro's.

Verschil IFRS en beurswaarde 2004

Bedrijf	Fonds	Boekwaarde IFRS	Beurswaarde	MTB absoluut	MTB	Afstand	Pos. afstand
Aalberts	AMX	224,5	864,4	639,9	25,97%	74,03%	74,03%
Abn amro	AEX	14.815,0	32.532,7	17.717,7	45,54%	54,46%	54,46%
Aegon	AEX	17.744,0	15.573,4	-2.170,6	113,94%	-13,94%	13,94%
Ahold	AEX	3.888,0	8.859,3	4.971,3	43,89%	56,11%	56,11%
Akzo Nobel	AEX	2.605,0	8.967,6	6.362,6	29,05%	70,95%	70,95%
Arcadis	AScX	136,4	278,1	141,7	49,04%	50,96%	50,96%
ASML	AEX	1.392,8	5.712,2	4.319,4	24,38%	75,62%	75,62%
Athlon	AScX	214,0	334,3	120,3	64,02%	35,98%	35,98%
Ballast Nedam	AScX	101,0	122,7	21,7	82,33%	17,67%	17,67%
BAM	AMX	435,1	677,3	242,3	64,23%	35,77%	35,77%
Binck	AScX	45,7	98,7	53,0	46,32%	53,68%	53,68%
Boskalis	AMX	467,9	701,5	233,6	66,70%	33,30%	33,30%
Brunel	AScX	79,4	203,9	124,4	38,97%	61,03%	61,03%
Buhrman	AEX	1.062,0	983,8	-78,2	107,95%	-7,95%	7,95%
Cate, ten	AScX	146,5	270,8	124,3	54,10%	45,90%	45,90%
Corio	AMX	2.255,7	2.855,5	599,8	78,99%	21,01%	21,01%
CSM	AMX	806,5	1.743,6	937,1	46,25%	53,75%	53,75%
Draka	AScX	444,5	380,6	-63,9	116,80%	-16,80%	16,80%
DSM	AEX	4.835,0	4.570,5	-264,5	105,79%	-5,79%	5,79%
Exact	AScX	157,8	533,5	375,7	29,58%	70,42%	70,42%
Fornix Biosciences	AScX	21,9	84,5	62,6	25,90%	74,10%	74,10%
Fortis	AEX	15.337,4	26.503,5	11.166,1	57,87%	42,13%	42,13%
Fugro	AMX	223,9	954,6	730,7	23,46%	76,54%	76,54%
Getronics	AEX	357,0	846,5	489,5	42,17%	57,83%	57,83%
PinkRocade							
Grontmij	AScX	89,9	161,2	71,4 w	55,75%	44,25%	44,25%
Hagemeyer	AEX	649,4	877,4	228,0	74,01%	25,99%	25,99%
Heijmans	AMX	284,2	540,7	256,5	52,56%	47,44%	47,44%
Heineken	AEX	3.256,0	12.019,1	8.763,1	27,09%	72,91%	72,91%
Hunter Douglas	AMX	925,0	1.621,4	696,4	57,05%	42,95%	42,95%
Imtech	AScX	265,0	676,0	411,0	39,21%	60,79%	60,79%
ING Group	AEX	24.069,0	49.076,6	25.007,6	49,04%	50,96%	50,96%
Innoconcepts	AScX	38,6	90,4	51,7	42,75%	57,25%	57,25%
Kendrion	AScX	52,6	115,1	62,5	45,71%	54,29%	54,29%
KPN	AEX	6.266,0	16.282,5	10.016,5	38,48%	61,52%	61,52%
Laurus	AScX	149,0	468,0	319,0	31,84%	68,16%	68,16%
Nieuwe Steen Invest	AScX	458,3	578,2	119,9	79,26%	20,74%	20,74%
Numico	AEX	-302,0	4.412,8	4.714,8	-6,84%	106,84%	106,84%
Nutreco	AMX	526,7	689,5	162,8	76,39%	23,61%	23,61%
VNU	AEX	3.551,0	5.519,4	1.968,4	64,34%	35,66%	35,66%
Vopak	AMX	500,3	956,0	455,7	52,33%	47,67%	47,67%
Wegener	AScX	203,3	419,5	216,2	48,47%	51,53%	51,53%
Wereldhave	AMX	1.414,8	1.662,5	247,7	85,10%	14,90%	14,90%
Wessanen	AMX	479,0	686,0	207,0	69,83%	30,17%	30,17%
Wolters Kluwer	AEX	704,0	4.396,6	3.692,6	16,01%	83,99%	83,99%
Gemiddelde		2.203,5	4.278,3	2.074,8	56,66%	43,34%	47,51%

Vershil boekwaarde volgens Dutch GAAP en beurswaarde 2004

Bedrijf	Fonds	Boekwaarde Dutch GAAP	Beurswaarde	MTB absoluut	MTB relatief	Afstand	Pos. afstand
Aalberts	AMX	267,7	864,4	596,8	30,97%	69,03%	69,03%
Abn amro	AEX	14.972,0	32.532,7	17.560,7	46,02%	53,98%	53,98%
Aegon	AEX	14.413,0	15.573,4	1.160,4	92,55%	7,45%	7,45%
Ahold	AEX	4.600,0	8.859,3	4.259,3	51,92%	48,08%	48,08%
Akzo Nobel	AEX	3.036,0	8.967,6	5.931,6	33,86%	66,14%	66,14%
Arcadis	AScX	145,7	278,1	132,4	52,38%	47,62%	47,62%
ASML	AEX	1.391,6	5.712,2	4.320,6	24,36%	75,64%	75,64%
Athlon	AScX	223,5	334,3	110,8	66,87%	33,13%	33,13%
Ballast Nedam	AScX	110,0	122,7	12,7	89,67%	10,33%	10,33%
BAM	AMX	506,0	677,3	171,3	74,71%	25,29%	25,29%
Binck	AScX	45,9	98,7	52,8	46,47%	53,53%	53,53%
Boskalis	AMX	465,0	701,5	236,6	66,28%	33,72%	33,72%
Brunel	AScX	79,2	203,9	124,6	38,86%	61,14%	61,14%
Buhrman	AEX	1.419,0	983,8	-435,2	144,24%	-44,24%	44,24%
Cate, ten	AScX	175,9	270,8	94,9	64,96%	35,04%	35,04%
Corio	AMX	2.356,6	2.855,5	498,9	82,53%	17,47%	17,47%
CSM	AMX	826,4	1.743,6	917,2	47,40%	52,60%	52,60%
Draka	AScX	483,5	380,6	-102,9	127,05%	-27,05%	27,05%
DSM	AEX	4.812,0	4.570,5	-241,5	105,28%	-5,28%	5,28%
Exact	AScX	170,2	533,5	363,3	31,90%	68,10%	68,10%
Fornix Biosciences	AScX	21,8	84,5	62,7	25,81%	74,19%	74,19%
Fortis	AEX	15.821,3	26.503,5	10.682,2	59,70%	40,30%	40,30%
Fugro	AMX	260,1	954,6	694,5	27,25%	72,75%	72,75%
Getronics PinkRocade	AEX	543,0	846,5	303,5	64,15%	35,85%	35,85%
Grontmij	AScX	122,9	161,2	38,4	76,21%	23,79%	23,79%
Hagemeyer	AEX	777,9	877,4	99,5	88,66%	11,34%	11,34%
Heijmans	AMX	457,0	540,7	83,7	84,51%	15,49%	15,49%
Heineken	AEX	3.379,0	12.019,1	8.640,1	28,11%	71,89%	71,89%
Hunter Douglas	AMX	935,0	1.621,4	686,4	57,67%	42,33%	42,33%
Imtech	AScX	327,3	676,0	348,7	48,42%	51,58%	51,58%
ING Group	AEX	25.866,0	49.076,6	23.210,6	52,71%	47,29%	47,29%
Innoconcepts	AScX	37,1	90,4	53,3	41,01%	58,99%	58,99%
Kendrion	AScX	55,1	115,1	60,0	47,88%	52,12%	52,12%
KPN	AEX	6.821,0	16.282,5	9.461,5	41,89%	58,11%	58,11%
Laurus	AScX	154,0	468,0	314,0	32,91%	67,09%	67,09%
Nieuwe Steen Invest	AScX	458,3	578,2	119,9	79,26%	20,74%	20,74%
Numico	AEX	-341,0	4.412,8	4.753,8	-7,73%	107,73%	107,73%
Nutreco	AMX	604,1	689,5	85,4	87,62%	12,38%	12,38%
OPG Groep	AScX	374,4	609,7	235,3	61,41%	38,59%	38,59%
Ordina	AMX	128,5	339,5	211,0	37,85%	62,15%	62,15%
Philips	AEX	14.016,0	25.002,6	10.986,6	56,06%	43,94%	43,94%
Randstad	AMX	507,5	3.346,6	2.839,1	15,16%	84,84%	84,84%
SBM Offshore	AEX	747,8	1.568,5	820,8	47,67%	52,33%	52,33%
Sligro	AScX	220,4	748,4	528,0	29,45%	70,55%	70,55%
Smit Internationale	AScX	203,7	245,5	41,9	82,94%	17,06%	17,06%

Stork	AMX	476,9	806,9	330,0	59,10%	40,90%	40,90%
Telegraaf Media	AScX	444,6	958,1	513,5	46,41%	53,59%	53,59%
TNT	AEX	2.765,0	9.344,2	6.579,2	29,59%	70,41%	70,41%
Unit 4 Agresso	AScX	87,9	293,1	205,1	30,01%	69,99%	69,99%
Univar	AMX	1.100,5	593,5	-507,0	185,42%	-85,42%	85,42%
USG People	AMX	200,1	390,2	190,2	51,27%	48,73%	48,73%
Van der Moolen	AMX	208,6	217,6	9,0	95,85%	4,15%	4,15%
Van Lanschot	AScX	819,5	1.560,3	740,9	52,52%	47,48%	47,48%
Vastned O/I	AScX	466,4	439,4	-27,0	106,14%	-6,14%	6,14%
Vastned Retail	AMX	786,0	895,9	109,9	87,73%	12,27%	12,27%
Vedior	AEX	608,0	1.991,7	1.383,7	30,53%	69,47%	69,47%
VNU	AEX	3.957,4	5.519,4	1.562,0	71,70%	28,30%	28,30%
Vopak	AMX	545,0	956,0	411,0	57,01%	42,99%	42,99%
Wegener	AScX	286,5	419,5	133,0	68,30%	31,70%	31,70%
Wereldhave	AMX	1.445,8	1.662,5	216,7	86,96%	13,04%	13,04%
Wessanen	AMX	482,8	686,0	203,2	70,38%	29,62%	29,62%
Wolters Kluwer	AEX	775,0	4.396,6	3.621,6	17,63%	82,37%	82,37%
Gemiddelde		2.233,1	4.278,3	2.045,2	60,18%	39,82%	45,24%

2005

Bedrijf	Fonds	Boekwaarde Dutch GAAP	Beurswaarde	MTB absoluut	MTB relatief	Afstand	Pos. afstand
Aalberts	AMX	298,4	1.094,1	795,7	27,28%	72,72%	72,72%
Aegon	AEX	18.715,0	21.985,9	3.270,9	85,12%	14,88%	14,88%
Ahold	AEX	4.651,0	9.845,1	5.194,1	47,24%	52,76%	52,76%
Akzo Nobel	AEX	3.415,0	11.189,1	7.774,1	30,52%	69,48%	69,48%
Arcadis	AScX	172,9	181,0	8,1	95,52%	4,48%	4,48%
ASML	AEX	1.711,8	8.190,9	6.479,1	20,90%	79,10%	79,10%
Athlon	AScX	168,8	390,1	221,3	43,27%	56,73%	56,73%
Ballast Nedam	AScX	124,0	327,4	203,4	37,87%	62,13%	62,13%
BAM	AMX	581,7	1.927,4	1.345,7	30,18%	69,82%	69,82%
Binck	AScX	55,2	279,9	224,6	19,74%	80,26%	80,26%
Boskalis	AMX	542,9	1.608,8	1.065,9	33,74%	66,26%	66,26%
Brunel	AScX	96,7	408,5	311,8	23,67%	76,33%	76,33%
Buhrman	AEX	1.450,0	1.710,3	260,3	84,78%	15,22%	15,22%
Cate, ten	AScX	181,8	446,9	265,1	40,68%	59,32%	59,32%
Corio	AMX	2.672,1	3.040,9	368,8	87,87%	12,13%	12,13%
CSM	AMX	946,4	1.697,5	751,1	55,75%	44,25%	44,25%
Draka	AScX	360,2	470,6	110,4	76,54%	23,46%	23,46%
DSM	AEX	5.501,0	6.618,8	1.117,8	83,11%	16,89%	16,89%
Exact	AScX	176,9	568,6	391,7	31,11%	68,89%	68,89%
Fornix Biosciences	AScX	30,5	126,2	95,7	24,15%	75,85%	75,85%
Fortis	AEX	18.929,0	29.324,5	10.395,5	64,55%	35,45%	35,45%
Fugro	AMX	465,5	1.841,2	1.375,7	25,28%	74,72%	74,72%
Getronics PinkRocade	AEX	597,0	1.391,9	794,9	42,89%	57,11%	57,11%
Grontmij	AScX	97,0	242,5	145,4	40,02%	59,98%	59,98%
Heijmans	AMX	389,2	878,4	489,3	44,30%	55,70%	55,70%
Heineken	AEX	3.969,0	13.121,5	9.152,5	30,25%	69,75%	69,75%
Hunter Douglas	AMX	1.186,0	1.916,4	730,4	61,89%	38,11%	38,11%
Imtech	AScX	288,1	717,1	429,0	40,17%	59,83%	59,83%
ING Group	AEX	36.736,0	64.604,6	27.868,6	56,86%	43,14%	43,14%
Innoconcepts	AScX	57,7	164,0	106,3	35,17%	64,83%	64,83%
Kendrion	AScX	68,9	153,3	84,4	44,95%	55,05%	55,05%
KPN	AEX	5.076,0	18.222,0	13.146,0	27,86%	72,14%	72,14%
Laurus	AScX	85,0	325,8	240,8	26,09%	73,91%	73,91%
Nieuwe Steen Invest	AScX	583,3	732,7	149,4	79,61%	20,39%	20,39%
Numico	AEX	680,0	6.634,2	5.954,2	10,25%	89,75%	89,75%
Nutreco	AMX	698,2	1.288,2	590,1	54,19%	45,81%	45,81%
OPG Groep	AScX	440,4	883,1	442,7	49,87%	50,13%	50,13%
Ordina	AMX	152,9	553,7	400,7	27,62%	72,38%	72,38%
Philips	AEX	16.666,0	31.526,3	14.860,3	52,86%	47,14%	47,14%
Randstad	AMX	536,2	4.243,9	3.707,7	12,63%	87,37%	87,37%
SBM Offshore	AEX	895,0	2.350,8	1.455,7	38,07%	61,93%	61,93%
Sligro	AScX	265,5	741,0	475,5	35,83%	64,17%	64,17%
Smit Internationale	AScX	247,7	212,8	-34,9	116,41%	-16,41%	16,41%
Telegraaf Media	AScX	530,5	958,1	427,6	55,37%	44,63%	44,63%

TNT	AEX	3.262,0	11.794,1	8.532,1	27,66%	72,34%	72,34%
Unit 4 Agresso	AScX	108,9	313,0	204,1	34,80%	65,20%	65,20%
Univar	AMX	783,8	960,2	176,4	81,63%	18,37%	18,37%
USG People	AMX	472,2	1.127,2	654,9	41,89%	58,11%	58,11%
Van der Moolen	AMX	221,2	236,6	15,4	93,48%	6,52%	6,52%
Van Lanschot	AScX	1.279,0	2.100,9	821,9	60,88%	39,12%	39,12%
Vastned O/I	AScX	440,8	437,0	-3,8	100,87%	-0,87%	0,87%
Vastned Retail	AMX	862,5	908,5	46,0	94,93%	5,07%	5,07%
Vedior	AEX	1.026,0	2.079,8	1.053,8	49,33%	50,67%	50,67%
Vopak	AMX	603,5	1.594,6	991,1	37,85%	62,15%	62,15%
Wegener	AScX	250,6	419,5	168,8	59,75%	40,25%	40,25%
Wereldhave	AMX	1.542,2	1.655,3	113,1	93,17%	6,83%	6,83%
Wessanen	AMX	484,1	907,0	422,9	53,37%	46,63%	46,63%
Wolters Kluwer	AEX	1.098,0	5.199,2	4.101,2	21,12%	78,88%	78,88%
Gemiddelde		2.732,7	4.670,0	2.366,6	50,04%	51,60%	50,55%

2006

Bedrijf	Fonds	Boekwaarde Dutch GAAP	Beurswaarde	MTB absoluut	MTB relatief	Afstand	Pos. afstand
Aalberts	AMX	383,6	1.608,5	1.224,9	23,85%	76,15%	76,15%
Abn amro	AEX	23.597,0	45.140,0	21.543,0	52,28%	47,72%	47,72%
Aegon	AEX	18.605,0	23.435,1	4.830,1	79,39%	20,61%	20,61%
Ahold	AEX	5.030,0	12.538,8	7.508,8	40,12%	59,88%	59,88%
Akzo Nobel	AEX	4.144,0	13.266,1	9.122,1	31,24%	68,76%	68,76%
Arcadis	AScX	188,9	311,1	122,2	60,72%	39,28%	39,28%
ASML	AEX	2.156,5	8.988,5	6.832,1	23,99%	76,01%	76,01%
Ballast Nedam	AScX	158,0	327,7	169,7	48,21%	51,79%	51,79%
BAM	AMX	692,6	1.998,0	1.305,4	34,67%	65,33%	65,33%
Binck	AScX	71,3	339,2	267,9	21,02%	78,98%	78,98%
Boskalis	AMX	624,6	2.145,0	1.520,3	29,12%	70,88%	70,88%
Brunel	AScX	113,6	589,1	475,5	19,28%	80,72%	80,72%
Buhrman	AEX	1.463,0	582,7	-880,3	251,06%	-151,06%	151,06%
Cate, ten	AScX	238,7	488,9	250,2	48,83%	51,17%	51,17%
Corio	AMX	3.157,7	4.100,9	943,2	77,00%	23,00%	23,00%
CSM	AMX	844,9	1.651,3	806,4	51,17%	48,83%	48,83%
Draka	AScX	426,9	1.133,7	706,8	37,66%	62,34%	62,34%
DSM	AEX	5.784,0	7.139,8	1.355,8	81,01%	18,99%	18,99%
Exact	AScX	182,8	588,3	405,6	31,06%	68,94%	68,94%
Fornix Biosciences	AScX	40,5	148,1	107,6	27,35%	72,65%	72,65%
Fortis	AEX	20.644,0	35.205,1	14.561,1	58,64%	41,36%	41,36%
Fugro	AMX	562,4	2.492,0	1.929,6	22,57%	77,43%	77,43%
Getronics PinkRocade	AEX	408,0	752,6	344,6	54,21%	45,79%	45,79%
Grontmij	AScX	138,7	390,8	252,1	35,49%	64,51%	64,51%
Heijmans	AMX	441,8	1.002,9	561,0	44,06%	55,94%	55,94%
Heineken	AEX	5.009,0	17.653,8	12.644,8	28,37%	71,63%	71,63%
Hunter Douglas	AMX	1.683,0	2.570,4	887,4	65,48%	34,52%	34,52%
Imtech	AScX	321,3	1.263,1	941,8	25,44%	74,56%	74,56%
ING Group	AEX	38.266,0	74.069,1	35.803,1	51,66%	48,34%	48,34%
Innoconcepts	AScX	77,2	246,8	169,6	31,29%	68,71%	68,71%
Kendrion	AScX	83,6	196,3	112,7	42,59%	57,41%	57,41%
KPN	AEX	4.195,0	20.770,5	16.575,5	20,20%	79,80%	79,80%
Laurus	AScX	40,7	328,1	287,4	12,41%	87,59%	87,59%
Nieuwe Steen Invest	AScX	616,3	799,9	183,6	77,04%	22,96%	22,96%
Numico	AEX	869,0	7.837,0	6.968,0	11,09%	88,91%	88,91%
Nutreco	AMX	744,1	1.674,6	1.031,2	38,42%	61,58%	61,58%
OPG Groep	AScX	494,3	1.298,2	803,8	38,08%	61,92%	61,92%
Ordina	AMX	194,0	653,4	459,4	29,70%	70,30%	70,30%
Philips	AEX	22.997,0	32.650,6	9.653,6	70,43%	29,57%	29,57%
Randstad	AMX	790,3	6.083,4	5.293,1	12,99%	87,01%	87,01%
SBM Offshore	AEX	1.118,7	3.665,6	2.546,9	30,52%	69,48%	69,48%
Stigro	AScX	312,8	1.092,0	779,2	28,65%	71,35%	71,35%
Smit Internationale	AScX	288,6	630,0	341,3	45,82%	54,18%	54,18%
Stork	AMX	466,2	1.202,8	736,6	38,76%	61,24%	61,24%

Telegraaf Media	AScX	498,0	992,5	494,5	50,18%	49,82%	49,82%
TNT	AEX	1.983,0	12.779,3	10.796,3	15,52%	84,48%	84,48%
Unit 4 Agresso	AScX	130,9	463,1	332,2	28,27%	71,73%	71,73%
USG People	AMX	574,4	2.089,8	1.515,4	27,49%	72,51%	72,51%
Van der Moolen	AMX	215,3	193,5	-21,8	111,27%	-11,27%	11,27%
Van Lanschot	AScX	1.044,8	2.333,6	1.288,8	44,77%	55,23%	55,23%
Vastned O/I	AScX	450,8	564,8	114,0	79,81%	20,19%	20,19%
Vastned Retail	AMX	977,7	1.299,5	321,8	75,24%	24,76%	24,76%
Vedior	AEX	1.154,0	2.690,9	1.536,9	42,89%	57,11%	57,11%
VNU	AEX	--	--	1.536,9	42,89%	57,11%	57,11%
Vopak	AMX	671,0	2.218,3	1.547,3	30,25%	69,75%	69,75%
Wegener	AScX	273,0	445,9	172,9	61,23%	38,77%	38,77%
Wereldhave	AMX	1.776,0	2.096,9	320,9	84,70%	15,30%	15,30%
Wessanen	AMX	469,7	734,2	264,5	63,97%	36,03%	36,03%
Wolters Kluwer	AEX	1.194,0	6.727,5	5.533,5	17,75%	82,25%	82,25%
Gemiddelde		3.052,2	6.384,4	3.360,0	46,76%	53,24%	58,74%

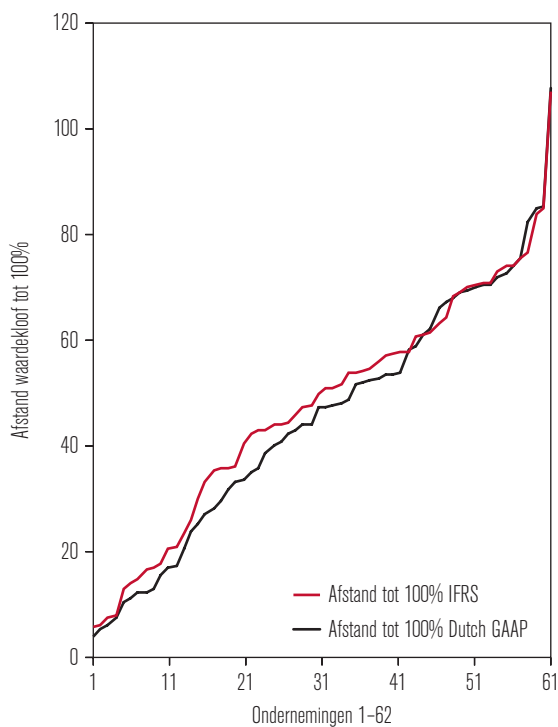
2007

Bedrijf	Fonds	Boekwaarde Dutch GAAP	Beurswaarde	MTB absoluut	MTB relatief	Afstand	Pos. afstand
Aalberts	AMX	530,4	1.387,2	856,8	38,24%	61,76%	61,76%
Abn amro	AEX	29.575,0	68.323,9	38.748,9	43,29%	56,71%	56,71%
Aegon	AEX	15.151,0	19.785,8	4.634,8	76,58%	23,42%	23,42%
Ahold	AEX	3.810,0	11.098,1	7.288,1	34,33%	65,67%	65,67%
Akzo Nobel	AEX	11.032,0	14.372,7	3.340,7	76,76%	23,24%	23,24%
Arcadis	AScX	187,7	318,0	130,3	59,02%	40,98%	40,98%
ASML	AEX	1.907,6	9.435,7	7.528,0	20,22%	79,78%	79,78%
Ballast Nedam	AScX	172,0	280,2	108,2	61,39%	38,61%	38,61%
BAM	AMX	993,5	2.189,9	1.196,3	45,37%	54,63%	54,63%
Binck	AScX	446,8	779,4	332,6	57,33%	42,67%	42,67%
Boskalis	AMX	776,7	3.574,4	2.797,7	21,73%	78,27%	78,27%
Brunel	AScX	135,4	371,8	236,4	36,41%	63,59%	63,59%
Buhrman	AEX	1.543,0	574,1	-968,9	268,75%	-168,75%	168,75%
Cate, ten	AScX	310,1	484,9	174,8	63,95%	36,05%	36,05%
Corio	AMX	3.825,8	3.670,3	-155,6	104,24%	-4,24%	4,24%
CSM	AMX	957,7	1.904,2	946,5	50,29%	49,71%	49,71%
Draka	AScX	414,8	817,9	403,1	50,72%	49,28%	49,28%
DSM	AEX	5.310,0	5.820,0	510,0	91,24%	8,76%	8,76%
Exact	AScX	162,9	595,3	432,3	27,37%	72,63%	72,63%
Fornix Biosciences	AScX	49,2	130,6	81,4	37,68%	62,32%	62,32%
Fortis	AEX	30.047,0	42.724,4	12.677,4	70,33%	29,67%	29,67%
Fugro	AMX	700,0	3.689,6	2.989,6	18,97%	81,03%	81,03%

Grontmij	AScX	157,2	426,4	269,2	36,87%	63,13%	63,13%
Heijmans	AMX	462,5	621,8	159,3	74,38%	25,62%	25,62%
Heineken	AEX	5.404,0	21.666,7	16.262,7	24,94%	75,06%	75,06%
Hunter Douglas	AMX	1.969,0	2.139,1	170,1	92,05%	7,95%	7,95%
Imtech	AScX	366,7	1.328,1	961,4	27,61%	72,39%	72,39%
ING Group	AEX	37.208,0	59.557,4	22.349,4	62,47%	37,53%	37,53%
Innoconcept	AScX	105,4	326,5	221,1	32,28%	67,72%	67,72%
Kendrion	AScX	88,2	185,1	96,9	47,66%	52,34%	52,34%
KPN	AEX	4.490,0	23.799,4	19.309,4	18,87%	81,13%	81,13%
Laurus	AScX	51,0	391,1	340,1	13,04%	86,96%	86,96%
Nieuwe Steen Invest	AScX	653,4	631,4	-22,0	103,48%	-3,48%	3,48%
Nutreco	AMX	643,4	1.355,2	711,8	47,48%	52,52%	47,48%
OPG Groep	AScX	561,3	1.109,5	548,2	50,59%	49,41%	49,41%
Ordina	AMX	254,6	502,6	248,0	50,66%	49,34%	49,34%
Philips	AEX	21.684,0	33.736,2	12.052,2	64,28%	35,72%	35,72%
Randstad	AMX	1.021,6	3.150,7	2.129,1	32,42%	67,58%	67,58%
SBM Offshore	AEX	1.333,4	3.095,8	1.762,4	43,07%	56,93%	56,93%
Sligro	AScX	374,8	1.155,6	780,8	32,43%	67,57%	67,57%
Smit Internationale	AScX	364,6	1.107,3	742,7	32,93%	67,07%	67,07%
Stork	AMX	494,3	1.462,4	968,1	33,80%	66,20%	66,20%
Telegraaf Media	AScX	866,8	1.243,5	376,7	69,71%	30,29%	30,29%
TNT	AEX	1.931,0	10.467,5	8.536,5	18,45%	81,55%	81,55%
Unit 4 Agresso	AScX	137,2	512,1	374,9	26,79%	73,21%	73,21%
USG People	AMX	684,7	1.181,9	497,2	57,93%	42,07%	42,07%
Van der Moolen	AMX	118,5	131,2	12,7	90,31%	9,69%	9,69%
Van Lanschot	AScX	1.366,7	2.566,7	1.199,9	53,25%	46,75%	46,75%
Vastned O/I	AScX	509,4	467,4	-42,1	109,00%	-9,00%	9,00%
Vastned Retail	AMX	1.135,8	1.075,0	-60,8	105,66%	-5,66%	5,66%
Vedior	AEX	1.303,0	2.997,5	1.694,5	43,47%	56,53%	56,53%
Vopak	AMX	809,7	2.420,8	1.611,1	33,45%	66,55%	66,55%
Wegener	AScX	299,3	494,6	195,3	60,51%	39,49%	39,49%
Wereldhave	AMX	1.850,1	1.552,8	-297,3	119,14%	-19,14%	19,14%
Wessanen	AMX	409,7	735,4	325,7	55,71%	44,29%	44,29%
Wolters Kluwer	AEX	1.178,0	7.021,7	5.843,7	16,78%	83,22%	83,22%
Gemiddelde		3.541,5	6.838,3	3.296,8	55,99%	44,01%	51,43%

Bijlage B Grafische weergave van de boek-/marktwaarderatio

Figuur 1 Oplopende afstand van de boek-/marktwaarderatio per 1 januari 2005



Tabel 1 De 62 onderzochte ondernemingen en hun corresponderende nummers behorende bij de lijnen in figuur 1

Nr.	Dutch GAAP-lijn	IFRS-lijn	Nr.	Dutch GAAP-lijn	IFRS-lijn
1	DSM	Van der Moolen	32	ING Groep	Van Landschot
2	Vastned O/I	DSM	33	Arcadis	Arcadis
3	Van der Moolen	Vastned O/I	34	Wegener	Ahold
4	Buhrmann	Aegon	35	Binck	USG People
5	Vanstned Retail	Ballast Nedam	36	CSM	Imtech
6	Aegon	Hagemeyer	37	Kendrion	Kendrion
7	Wereldhave	Vastned Retail	38	Abn amro	SBM Offshore
8	Draka	Nutreco	39	Ahold	CSM
9	Smit Internationale	Wereldhave	40	Innoconcepts	Binck
10	Ballast Nedam	Heijmans	41	Vedior	Telegraaf Media
11	Nieuwe Steen Invest	Smit Internationale	42	SBM Offshore	Abn amro
12	Corio	Corio	43	Getronics PinkRocade	KPN
13	Nutreco	Nieuwe Steen Invest	44	Imtech	Innoconcepts
14	Hagemeyer	Grontmij	45	Brunel	Brunel
15	Wessanen	BAM	46	KPN	Ordina

16	Boskalis	Draka	47	Ordina	Akzo Nobel
17	Van Landschot	VNU	48	TNT	Laurus
18	VNU	Wessanen	49	Laurus	Exact
19	BAM	Wegener	50	Unit 4 Agresso	Aalberts
20	Athlon	Athlon	51	Sligro	Vedior
21	OPG Groep	Boskalis	52	Exact	Unit 4 Agresso
22	Fortis	Cate, ten	53	Univar	TNT
23	Hunter Douglas	Getronics PinkRocade	54	Akzo Nobel	Sligro
24	Philips	OPG Groep	55	Heineken	Heineken
25	USG People	Fortis	56	Aalberts	Fugro
26	Grontmij	Stork	57	Fornix Biosciences	Fornix Biosciences
27	Stork	Hunter Douglas	58	ASML	ASML
28	Cate, ten	Vopak	59	Fugro	Wolters Kluwer
29	Heijmans	Philips	60	Wolters Kluwer	Randstad
30	Vopak	Buhrmann	61	Randstad	Univar
31	Telegraaf Media	ING Groep	62	Numico	Numico

1. Royal Dutch Shell is per 21 december 2005 een nieuwe entiteit geworden, waardoor vergelijking met de jaarrekening van 2004 niet zinnig was. De jaarrekeningen van TomTom en Pharming zijn opgesteld conform dezelfde waarderingsgrondslagen, waardoor er geen verschillen tussen de jaarrekeningen van 2005 en 2004 zichtbaar waren. ASMI, Crucell en BE Semiconductor zijn opgesteld volgens US GAAP. Omdat er een vergelijking gemaakt wordt tussen de IFRS en Dutch GAAP zijn deze ondernemingen niet relevant voor het onderzoek. Om dezelfde reden zijn Reed Elsevier, Unilever, Corus en LogicaCMG buiten beschouwing gelaten, aangezien hier de jaarrekeningen opgesteld zijn conform de accounting principes van Groot-Brittannië en de verschillen met de Nederlandse principes verwacht worden te groot te zijn. Océ en Eurocommercial

Properties hebben een gebroken boekjaar, waardoor de boekjaren niet gelijk lopen aan het kalenderjaar. Hierdoor hebben beide ondernemingen in de jaarrekening van 2005 nog geen IFRS toegepast en zijn ze niet relevant voor het onderzoek.

Van een aantal ondernemingen, Laurus en Van Landschot bankiers, is de balansdatum niet gelijk gesteld aan 31 december 2004. Het gaat hier echter wel om eindejaarscijfers en de afwijking van een paar dagen is zo gering dat dit geen gevolgen heeft voor de uitkomsten van het onderzoek. Wanneer in het vervolg gesproken wordt over gegevens per 31 december geldt dit ook voor deze twee bovengenoemde ondernemingen.