

# De invloed van IFRS op preferente aandelen in Nederland

Abe de Jong, Miguel Rosellón en Patrick Verwijmeren

**SAMENVATTING** De invloed van de recente invoering van IFRS zal verder reiken dan de vaktechnische aspecten van de financiële verslaggeving van ondernemingen. Dit artikel beschrijft de gevolgen van IAS 32, waardoor een groot deel van de uitstaande preferente aandelen in Nederland zullen worden geclassificeerd als vreemd vermogen. Deze herclassificatie zorgt ervoor dat voor Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen met uitstaande preferente aandelen de schuldratio gemiddeld met 35% toeneemt. De reactie van bedrijven ligt voornamelijk in het terugkopen van de preferente aandelen. Hiermee zullen bedrijven gemiddeld 84% van de invloed van IAS 32 op de schuldratio mitigeren.

## 1 Inleiding

De Europese Commissie heeft het rapporteren volgens IFRS (International Financial Reporting Standards) verplicht gesteld voor bedrijven met een notering aan een Europese beurs. Deze verplichting zal de hoogte van verscheidene jaarrekeningposten in de verslaggeving gaan beïnvloeden (Den Ouden, 2005). Echter, het is waarschijnlijk dat de gevolgen van IFRS zich niet zullen beperken tot de hoogte van de gerapporteerde cijfers, maar dat IFRS ook economische gevolgen zal hebben. Deze economische gevolgen ontstaan doordat besluitnemers (managers) hun beslissingen kunnen laten afhangen

Prof. Dr. A. de Jong is hoogleraar ondernemingsfinanciering. Dr. M.A. Rosellón is universitair hoofddocent ondernemingsfinanciering. Drs. P. Verwijmeren werkt momenteel als AIO aan een promotieonderzoek op de gebieden van kapitaalstructuur en financiële verslaggeving. Allen zijn verbonden aan de vakgroep Financieel Management van RSM Erasmus University.

van gerapporteerde cijfers. Watts en Zimmerman (1978) beschrijven drie oorzaken die managers ertoe kunnen aanzetten om deze boekhoudgetallen mee te nemen in de besluitvorming. De eerste oorzaak die de auteurs noemen is dat de beloning van het management van een onderneming vaak gekoppeld is aan de hoogte van bepaalde boekhoudkundige winstcijfers. Een veelgebruikte maatstaf hiervoor is de nettowinst; een cijfer dat zal worden beïnvloed door IFRS. De tweede oorzaak heeft tevens betrekking op de winst en is in het bijzonder van toepassing op grote ondernemingen. Deze ondernemingen worden intensief gevolgd door de overheid om bijvoorbeeld een monopoliepositie te voorkomen. Deze bedrijven zullen hun winstcijfers willen presenteren op een manier die eventuele maatregelen van de overheid voorkomt. De derde oorzaak komt voort uit de contracten die bedrijven hebben met kredietverschaffers. In deze contracten staan marges waarbinnen de boekhoudkundige ratio's van het bedrijf zich moeten bevinden, bijvoorbeeld betreffende de schuldratio. Ook deze schuldratio's kunnen door IFRS worden beïnvloed.

In Nederland lijken managers zich te laten leiden door de invloed van IFRS op de classificatie van preferente aandelen. Een belangrijk economisch gevolg van IFRS lijkt daardoor de afname van het gebruik van preferente aandelen. In dit artikel zal dit eventuele economische gevolg van IFRS worden onderzocht en zal de economische significantie ervan worden vastgesteld. De keuze voor het onderzoeken van de standaard binnen IFRS die handelt over preferente aandelen (IAS 32) is enerzijds ingegeven doordat veranderingen betreffende preferente aandelen objectief te constateren zijn. Anderzijds is IAS 32 interessant door de grote invloed die deze standaard heeft op de schuldratio's van ondernemingen: voor sommige ondernemingen vindt er een zelfs een verdubbeling van de schuldratio plaats.

Het artikel zal worden voortgezet met een theoretisch kader in paragraaf 2. De manier waarop de data zijn

verzameld wordt beschreven in paragraaf 3 en paragraaf 4 zal ingaan op de methodologie en de resultaten van dit onderzoek. De conclusie volgt in paragraaf 5.

## 2 Theoretisch en institutioneel kader

Zeff (1978) definieert economische consequenties als 'de invloed van de financiële rapportage op de besluitneming van bijvoorbeeld bedrijven en investeerders' (p. 56). De essentie van de definitie is dat de financiële rapportage niet alleen de resultaten van de beslissingen van het management beschrijft, maar deze beslissingen op haar beurt ook beïnvloedt. De beïnvloeding van het management vloeit niet voort uit de directe kasstroomeffecten van nieuwe verslaggevingstandaarden. Immers, een verslaggevingstandaard heeft normaal gesproken geen directe invloed op de verwachte kasstromen en daarmee het toekomstperspectief van een bedrijf. Indirecte kasstroomeffecten kunnen echter wel bestaan. Deze volgen uit de contracten die bedrijven hebben met diverse belanghebbenden, zoals de schuldcontracten met banken. De kosten komen in de vorm van bijvoorbeeld transactiekosten (bij het terugkopen van aandelen) of onderhandelingskosten (bij het aanpassen van het schuldconvenant).

In navolging van Watts en Zimmerman (1978) hebben diverse studies de relatie onderzocht tussen verslaggeving en ondernemingskenmerken. In deze literatuur zijn drie theorieën voorgesteld die economische consequenties van verslaggevingstandaarden verklaren. Deze in de inleiding reeds geïntroduceerde theorievorming is gebaseerd op contractkosten tussen ondernemingen enerzijds en managers (bonusplanhypothese), overheden (politieke kostenhypothese) en verschaffers van vreemd vermogen (convenantenhypothese) anderzijds. Hieronder zullen deze hypothesen worden toegelicht.

De bonusplanhypothese is gestoeld op de gedachte dat managers hun beloning kunnen vergroten door verslaggevingkeuzes. Bonussen zijn normaliter gebaseerd op de ontwikkeling van de nettowinst of op de winst per aandeel. Doordat verslaggevingkeuzes deze winstcijfers kunnen beïnvloeden, kunnen managers hun bonussen vergroten.

De hypothese van politieke kosten gaat uit van de gedachte dat overheden met name grote ondernemingen volgen die grote winsten genereren. In Het Financieele Dagblad van 1 februari 2005 stelt kamerlid Crone bijvoorbeeld als reactie op een recordwinst van Koninklijke Olie: 'Zij moeten zich maatschappelijk verplicht voelen om het geld te steken in de ontwikkeling van duurzame energie of in projecten voor

energiebesparing.' Grote ondernemingen met hoge winsten zullen pogen deze te reduceren om toekomstige wetgeving te voorkomen. Evenals bij de bonusplanhypothese is de nettowinst de determinant van economische consequenties.

De convenantenhypothese richt zich daarentegen op de schuldratio. Deze hypothese stelt dat managers bij hun verslaggevingkeuzes rekening houden met de convenanten in schuldcontracten. Immers, convenanten zijn normaliter gespecificeerd in boekhoudkundige kengetallen, waarbij de schuldratio één van de meest belangrijke variabelen is.

De empirische literatuur betreffende de economische gevolgen van verslaggevingstandaarden is vooral gericht geweest op de reacties van aandeelprijzen (Watts en Zimmerman, 1990, p. 138), aangezien de reacties van het management moeilijk waarneembaar zijn. De reacties van het management op nieuwe verslaggevingstandaarden zijn echter interessanter aangezien deze *direct* bewijs kunnen leveren van economische gevolgen. Er bestaan dan ook enkele onderzoeken naar de economische gevolgen door reacties van het management. Deze onderzoeken zijn echter alleen gericht op specifieke standaarden in de Verenigde Staten.<sup>1</sup> Wij weten niet van soortgelijk onderzoek naar de economische gevolgen van IFRS.

In Nederland worden preferente aandelen gebruikt door verscheidene ondernemingen. In deze bijdrage worden preferente aandelen bestudeerd waarbij de preferentie betrekking heeft op de winstuitkering.<sup>2</sup> Voor aandeelhouders bieden deze vermogenstitels een risico-rendementsprofiel dat verschilt van gewone aandelen, aangezien het risico en het verwachte rendement bij gewone aandelen hoger is. In de Nederlandse situatie zijn investeerders vaak bereid een premie voor de preferente aandelen te betalen, vanwege de zogenaamde deelnemingsvrijstelling. Deze deelnemingsvrijstelling geldt voor bedrijven die meer dan vijf procent van het nominale gestorte kapitaal van een andere onderneming bezitten, en houdt in dat dividenden die voortkomen uit deze andere ondernemingen vrijgesteld zijn van belasting.

Onder IAS 32 kan de populariteit van preferente aandelen echter afnemen. Dit komt omdat IAS 32 andere eisen aan een instrument stelt om te classificeren als eigen vermogen dan de Nederlandse voorganger van IFRS, Dutch GAAP. Indien preferente aandelen de verplichting hebben om alleen bij winst dividend uit te keren, classificeert Dutch GAAP de preferente aandelen als eigen vermogen omdat de instrumenten meedelen in de winst van de onderneming. Onder IAS 32 mag het preferente aandeel echter alleen als eigen vermogen worden geclassifi-

ceerd als de onderneming het onconditionele recht heeft om dividenduitkeringen te voorkomen. Dit is in de meeste gevallen in Nederland niet het geval, waardoor de aandelen in Nederland classificeren als vreemd vermogen en ervoor zorgen dat de schuldratio van sommige bedrijven toeneemt.<sup>3</sup> Hiernaast zal een herclassificatie de gerapporteerde nettowinst laten afnemen, aangezien de dividenden van preferente aandelen die geclassificeerd zijn als vreemd vermogen op de resultatenrekening zullen verschijnen.

De invoering van IFRS komt in een periode waarin Corporate Governance ook erg actueel is, mede als gevolg van de beursschandalen rond onder andere Enron en Worldcom. In Nederland is aan het einde van 2003 een gedragscode voor beursgenoteerde ondernemingen (Code Tabaksblat) gepresenteerd. Een belangrijk gedeelte van deze Code handelt over de rechten van aandeelhouders. Voor preferente aandeelhouders is voornamelijk paragraaf IV.1.2 relevant, waarin staat dat de stemrechten op de preferente aandelen moeten correleren met de reële waarde van deze kapitaalbreng door middel van deze aandelen. Een eventuele constatering in dit onderzoek dat preferente aandelen worden teruggekocht, is als gevolg hiervan niet voldoende om als economische consequentie van IFRS te worden aangemerkt. Wij zullen in dit artikel specifiek proberen aan te tonen dat er een verband bestaat tussen het herclassificeren van preferente aandelen als vreemd vermogen als gevolg van IFRS en het terugkopen van deze aandelen. Op voorhand kunnen echter al enkele argumenten worden gegeven die bepleiten dat IFRS, en niet de Code

Tabaksblat, voornamelijk verantwoordelijk is voor de afname van preferente aandelen in 2005. Deze argumenten zijn dat a) de Code al in 2004 actief was, b) de Code niet voorschrijft dat de preferente aandelen moeten worden teruggekocht, maar enkel dat de stemrechten worden aangepast, en c) handelen volgens de Code niet verplicht is, zo lang de structuur van de stemrechten wordt uitgelegd in de jaarrapportage.

### 3 Data

Onze selecte steekproef bestaat uit alle 29 Nederlandse ondernemingen met een beursnotering aan Euronext Amsterdam die preferente aandelen hadden uitstaan in 2004 en niet tot de financiële instellingen behoren. Data betreffende de totale activa, het vreemd vermogen, het eigen vermogen, het uitgekeerde dividend en de winstcijfers komen uit de jaarverslagen van 2004. De schuldratio's van de bedrijven zijn berekend door de som van de kortlopende en langlopende schulden van een onderneming te delen door het eigen vermogen zoals dat vermeld staat in de jaarrapportage van 2004. De schuldratio onder IFRS is berekend door het eigen vermogen en de schulden aan te passen voor de preferente aandelen die geclassificeerd worden als vreemd vermogen. De boekwaarde van deze preferente aandelen is vastgesteld aan de hand van jaarverslagen, interim verslagen en persberichten op euronext.nl, en is inclusief het gerelateerde agio op de preferente aandelen. Op eenzelfde wijze is de nettowinst onder Dutch GAAP en IFRS berekend. Voor het terugkopen van de preferente aandelen in vooral 2005

**Tabel 1: Kenmerken van de gebruikte gegevens**

Deze tabel toont verscheidene kenmerken van onze gegevens. Alleen de invloeden van de IFRS-regelgeving voor preferente aandelen zijn meegenomen; andere invloeden van IFRS zijn buiten beschouwing gelaten. De waarden voor activa, verkopen, preferente aandelen, vreemd vermogen en eigen vermogen zijn voor 2004 en berekend onder Dutch GAAP. De waarden voor activa, verkopen en preferente aandelen zijn in miljoenen euro's.

	Gemiddelde	Mediaan	Minimum	Maximum
Totale activa	3578	1650	43	32902
Totale verkopen	5396	1743	96	52000
Vreemd vermogen/activa	0.59	0.60	0.31	0.86
Eigen vermogen/activa	0.35	0.34	0.12	0.69
Preferente aandelen/eigen vermogen	0.18	0.14	0.00	0.82
Dividend preferente aandelen/preferente aandelen	0.07	0.06	0.00	0.36
Schuldratio 2004 Dutch GAAP	2.08	1.82	0.39	6.89
Schuldratio 2004 IFRS	2.90	2.30	0.39	10.42
Procentuele toename van schuldratio	0.35	0.28	0.00	1.17
Nettowinst 2004 Dutch GAAP	102	45	-436	1876
Nettowinst 2004 IFRS	94	38	-480	1848
Procentuele verandering van nettowinst	-0.13	-0.05	0.00	-0.79

is tevens naar berichten in Het Financieel Dagblad gezocht. Drie ondernemingen hebben hun preferente aandelen net voor het begin van 2005 teruggekocht. Aangezien de invloed van IFRS op dat tijdstip waarschijnlijk al bekend was binnen het bedrijf, wordt de schuldratio van 2004 van deze bedrijven berekend zonder deze terugkoop. Op deze manier kan ook de terugkoop van deze bedrijven onderzocht worden in onze regressiespecificatie, aangezien we kijken naar de verandering in 2005.

## 4 De invloed van IFRS

Om meer duidelijkheid te krijgen over de grootte van de invloed van IAS 32 op de schuldratio's van bedrijven, geeft Tabel 1 (zie pag. 338) enkele kenmerken van onze dataset weer.

De gemiddelde waarde van de activa is met 3578 miljoen euro aanzienlijk groter dan de mediaan van 1650 miljoen euro. Dit verschil wordt voornamelijk veroorzaakt door de grootte van twee uitbijters (Ahold en Unilever). Preferente aandelen vertegenwoordigen een aanzienlijk gedeelte van het eigen vermogen: gemiddeld bestaat 18% van de waarde van het eigen vermogen uit preferente aandelen. Verder toont Tabel 1 dat de invloed van IAS 32 niet te onderschatten valt: de schuldratio onder Dutch GAAP is gemiddeld 2.08, terwijl na herclassificatie volgens IFRS de gemiddeld ratio 2.90 wordt. Gemiddeld stijgt de schuldratio met 35%. De gemiddelde nettowinst daalt van 102 naar 94 miljoen euro en de gemiddelde afname is 13%.

Voordat wij overgaan tot het beschrijven van de aanpassingen door ondernemingen in 2005 is het nuttig te beschrijven in welke mate ondernemingen in voorgaande jaren aanpassingen hebben doorgevoerd in hun preferente aandelen. Wij hebben gekeken naar de ontwikkeling van de boekwaarden van uitstaande preferente aandelen over de laatste vier jaar. Deze ontwikkeling wordt vermeld in Tabel 2.

Tabel 2 laat zien dat de boekwaarden van de uitstaande preferente aandelen over de periode 2001-2004 sterk gecorreleerd zijn, met correlatiecoëfficiënten van 0.980, 0.994 en 0.995. De percentuele veranderingen van 7.1%, 6.0% en 3.4% duiden weliswaar op een toename van de waarde van de uitstaande preferente aandelen over de jaren, maar deze toename neemt ieder jaar af in grootte.

De ondernemingen kunnen kiezen uit een aantal opties tegen de eventuele gevolgen van de herclassificatie van preferente aandelen. Als eerste kunnen contracten met verschaffers van vreemd vermogen worden aangepast. Indien de financiers de convenanten aanpassen zal IFRS niet tot een beperking leiden. Als tweede kunnen de ondernemingen door een statutenwijziging de preferente aandelen aanpassen waardoor deze als eigen vermogen geassocieerd kunnen blijven. Als derde kunnen ondernemingen preferente aandelen inkopen en hiermee deze vorm van financiering van de balans halen. Ten slotte kunnen ondernemingen ervoor kiezen geen actie te ondernemen. Tabel 3 (zie pag. 340) geeft een overzicht van de keuzes van de Nederlandse ondernemingen.

Tabel 3 laat zien dat drie ondernemingen hebben gekozen voor een aanpassing van de contracten met kredietverschaffers. Immers, door de definities in de contracten aan te passen of de niveaus van de variabelen te veranderen, kan het effect van de herclassificatie worden beperkt of weggenomen. Drie ondernemingen hebben reeds een statutenwijziging doorgevoerd en drie ondernemingen hebben dit aangekondigd. De statutenwijziging leidt ertoe dat de preferente aandelen als eigen vermogen geassocieerd kunnen blijven. Het meest opvallende resultaat is dat vijftien ondernemingen de preferente aandelen hebben teruggekocht of dit zullen doen. Eén onderneming heeft zowel de statuten gewijzigd als preferente aandelen teruggekocht. Slechts vier van de 27 ondernemingen waarbij de

**Tabel 2: De veranderingen in boekwaarden van het totale uitstaande preferent aandelenvermogen over de laatste vier jaren**

Deze tabel toont de ontwikkeling van de cumulatief uitstaande preferente aandelen. Boekwaarden zijn in miljoenen euro's.

	2004	2003	2002	2001
Totale boekwaarde	7017	6786	6403	5977
Gemiddelde boekwaarde	226	219	207	193
Correlatiecoëfficiënt met het voorgaande jaar	0.995	0.994	0.980	
Percentuele veranderingen ten opzichte van het voorgaande jaar	3.4%	6.0%	7.1%	

**Tabel 3: De veranderingen in preferente aandelen.**

Deze tabel beschrijft de verdelingen van de bedrijven in onze dataset over de vier mogelijke reacties op IAS 32. Vopak heeft een gedeelte van de preferente aandelen teruggekocht, maar ook de statuten van een ander gedeelte aangepast zodat de classificatie als eigen vermogen behouden kon blijven. Dientengevolge is Vopak opgenomen in beide categorieën.

	Afgerond	Gepland	Totaal
Contractaanpassing met kredietverschaffers	3	0	3
Statutenwijziging van preferente aandelen	3	3	6
Terugkopen van preferente aandelen	13	2	15
Geen reactie	4	0	4
Aantal bedrijven waarvan de classificatie van preferente aandelen oorspronkelijk zou worden beïnvloed door IAS 32			27
Aantal bedrijven waarvan de preferente aandelen onder IAS 32 oorspronkelijk al als Eigen vermogen worden geïnclassificeerd			2
			29

preferente aandelen zouden worden geherclassificeerd, hebben (nog) geen actie ondernomen of aangekondigd. De twee ondernemingen met preferente aandelen die niet door IFRS worden beïnvloed, hebben geen veranderingen aangekondigd. De resultaten laten zien dat de ondernemingen op grote schaal voor aanpassingen kiezen. In het vervolg van dit artikel zullen wij proberen de keuze van de ondernemingen te relateren aan theoretische verklaringen voor dit gedrag.

De bonusplan- en de politieke kostenhypothesen impliceren beiden dat voor ondernemingen een daling respectievelijk stijging van de nettowinst een motivatie vormt voor het terugkopen van preferente aandelen. Omdat managers in bonuscontracten normaliter een nettowinst of winst per aandeel doelstelling hebben, is bij de bonusplanhypothese ook de winst per aandeel een relevante variabele. Echter, de variabele winst per aandeel wordt niet door IFRS beïnvloed, omdat deze maatstaf alleen voor gewone aandelen wordt berekend. De convenantenhypothese impliceert dat het stijgen van de schuldratio een motivatie voor terugkoop is. Om deze implicaties verder te onderzoeken meten we de volgende variabelen. De variabele procentuele verandering preferente aandelen ( $\Delta\text{PREF}$ ) staat voor de verandering van de boekwaarde van de uitstaande preferente aandelen.<sup>4</sup> De inkoop van preferente aandelen wordt geschaald met de waarde van de preferente aandelen in 2004. De eerste verklarende variabele is de procentuele verandering van de schuldratio ( $\Delta\text{SCHULD}$ ) in 2004 indien Dutch GAAP of IFRS wordt toegepast. Deze variabele is berekend als het procentuele verschil tussen  $\text{SCHULD}_{\text{DUTCHGAAP}}/\text{EV}_{\text{DUTCHGAAP}}$  en  $\text{SCHULD}_{\text{IFRS}}/\text{EV}_{\text{DUTCHGAAP}}$ . Tabel 1 toont dat het gemiddelde voor deze variabele 35% is. De tweede variabele is de procentuele verandering van de winst

( $\Delta\text{WINST}$ ) in 2004 indien Dutch GAAP of IFRS wordt toegepast. Deze variabele is berekend als het procentuele verschil tussen  $\text{WINST}_{\text{DUTCHGAAP}}$  en  $\text{WINST}_{\text{IFRS}}$ . Tabel 1 toont dat het gemiddelde voor deze variabele -13% is.

Om de invloed van IFRS te testen op de beslissing van managers om preferente aandelen terug te kopen, gebruiken we een tobit-model. Deze methode is het meest geschikt voor variabelen waarbij een substantieel gedeelte van de dataset een waarde van 0 heeft voor de afhankelijke variabele, en waarbij de afhankelijke variabele positief is voor de rest van de dataset (Verbeek, 2004). De variabele  $\Delta\text{PREF}$  geldt als een dergelijke variabele. Om de invloed van de herclassificatie en het veranderen van de schuldratio en winst op het terugkopen van de preferente aandelen te onderzoeken, zal de volgende regressiespecificatie onderzocht worden:

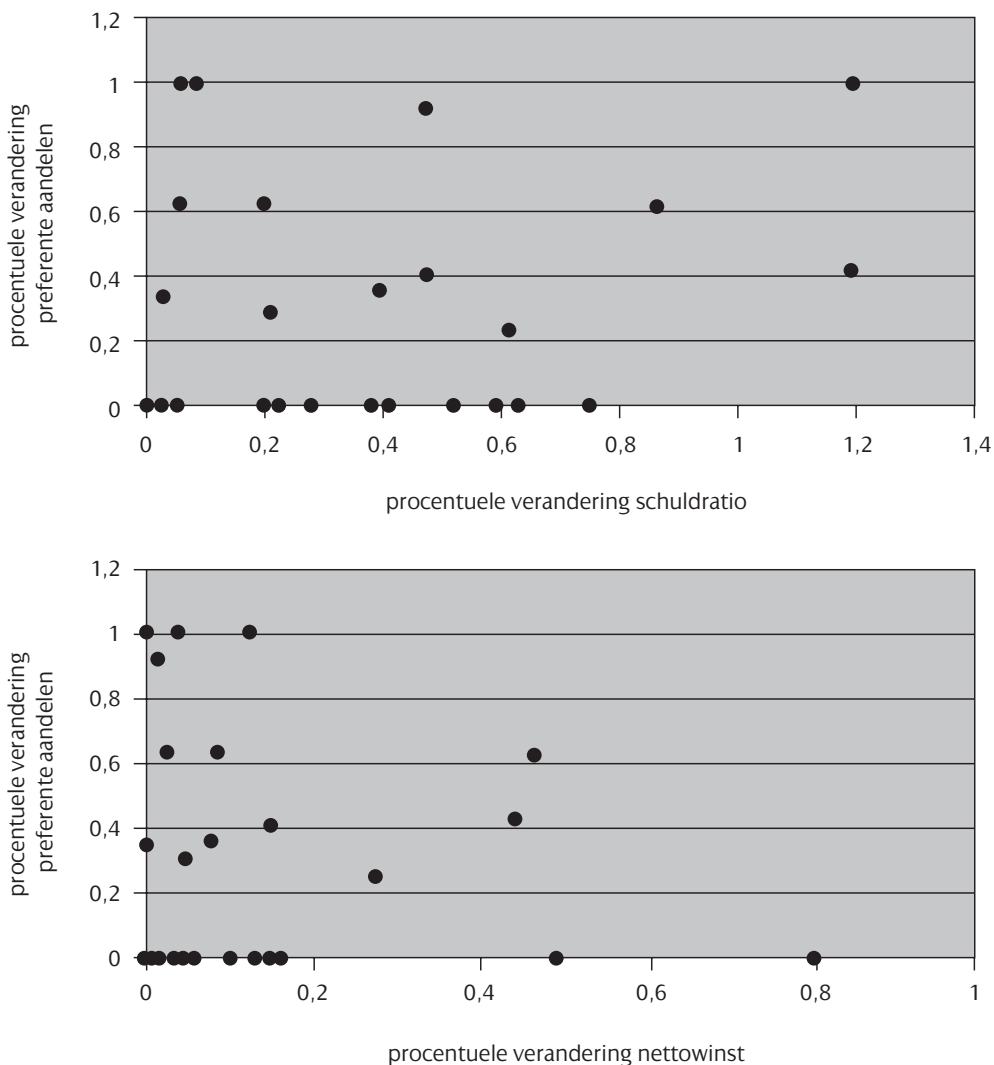
$$(\Delta\text{PREF}) = \alpha + \beta_1 (\Delta\text{SCHULD}) + \beta_2 (\Delta\text{WINST}) + \varepsilon$$

Alvorens de regressieresultaten te bespreken, zijn in Figuur 1 (zie pag. 341) de waarnemingen grafisch weergegeven in een tweetal puntendiagrammen.

In Figuur 1 wordt eerst de relatie tussen de toename van de schuldratio – wanneer van Dutch GAAP naar IFRS wordt geherclassificeerd – weergegeven ten opzichte van de inkoop van preferente aandelen. In deze figuur vallen twee kenmerken op. Enerzijds kiest een aanzienlijk aantal ondernemingen voor een verandering van het aantal preferente aandelen, waarbij de drie ondernemingen met de grootste verandering in de schuld allen kiezen voor een terugkoop. Anderzijds hebben de waarnemingen op de horizontale as wel een stijging van de schuld, zonder

**Figuur 1: Puntendiagrammen inkoop aandelen versus schuld en winst**

Deze afbeeldingen zetten de procentuele veranderingen van de preferente aandelen uit tegen de procentuele veranderingen van de nettowinst en de schuldratio wanneer de cijfers van Dutch GAAP naar IFRS worden aangepast. Omdat de variabelen verandering preferente aandelen en verandering nettowinst altijd een negatieve waarde hebben is ervoor gekozen de absolute waarde weer te geven.



dat zij preferente aandelen inkopen. In de figuur is vervolgens de afname van de winst afgezet tegen de afname van de preferente aandelen. Een test van de significantieniveaus van de relaties tussen de veranderingen in preferente aandelen en de schuldratio en de nettowinst is in de vorm van een regressieanalyse in Tabel 4 (zie pag. 342) weergegeven.

Tabel 4 toont dat de constante ( $\alpha$ ) niet significant is, hetgeen impliceert dat in 2005 geen significante verandering in de preferente aandelen heeft plaatsgevonden

die niet door de overige verklarende variabelen wordt verklaard. De coëfficiënt voor  $\Delta$ SCHULD is  $-0.840$ , hetgeen significant van nul verschilt op het 10% significantieniveau. De negatieve coëfficiënt impliceert dat een stijging van de schuldratio leidt tot een afname van de preferente aandelen. Dit is in overeenstemming met de convenantenhypothese. De  $\beta$ -coëfficiënt van  $0.840$  kan als volgt worden geïnterpreteerd: gegeven het feit dat een onderneming preferente aandelen terugkoopt, zal het gemiddeld 84% van de invloed van IFRS op de schuldratio mitigeren. De coëfficiënt voor



**Tabel 4: De resultaten van het testen van de regressiespecificaties.**

Deze tabel geeft de coëfficiënten (z-waarde) van de regressie op het volgende tobit-model:

$$(\Delta PREF) = \alpha + \beta_1(\Delta SCHULD) + \beta_2(\Delta WINST) + \varepsilon$$

waarbij \* significantie op 10% niveau aangeeft.

Parameters	Coëfficiënten (z-waarde)
$\alpha$	0.175 (0.779)
$\beta_1$	-0.840* (-1.673)
$\beta_2$	-1.171 (-1.126)
R <sup>2</sup>	0.103

de variabele  $\Delta WINST$  is niet significant, waardoor het zeer onwaarschijnlijk is dat de invloed van IFRS op de winstcijfers een invloed heeft op het terugkopen van de preferente aandelen. De bonusplan- en politieke kostenhypothese voorspelden een positieve respectievelijk negatieve relatie. Aangezien alleen voor de verandering van de schuldratio een significant effect is gevonden en de richting van het effect overeenkomt met de convenantenhypothese, lijkt het dat in Nederland de grootschalig terugkoop van preferente aandelen voornamelijk het gevolg is van de relaties met verschaffers van vreemd vermogen.

## 5 Samenvatting en conclusie

Dit artikel heeft één van de economische consequenties van IFRS onderzocht, te weten de invloed van IAS 32 op het terugkopen van preferente aandelen in Nederland. Onder IAS 32 worden bij de meeste Nederlandse beursgenoteerde bedrijven met preferente aandelen deze aandelen geclassificeerd als vreemd vermogen. Deze herclassificatie leidt ertoe dat de schuldratio toeneemt met gemiddeld 35%. Tevens daalt de nettowinst gemiddeld met 13%, doordat de dividendbetalingen aan de houders van preferente aandelen op de resultatenrekening verschijnen. Bedrijven reageren in sommige gevallen door de statuten van de preferente aandelen zo te veranderen dat de classificatie als eigen vermogen behouden blijft. De meeste bedrijven reageren echter door de uitstaande preferente aandelen terug te kopen. De bedrijven die terugkopen, mitigeren daarbij gemiddeld 84% van de invloed van IAS 32 op de schuldratio.

We kunnen hiermee concluderen dat de gevolgen van IFRS verder gaan dan alleen de vaktechnische aspecten van de financiële verslaggeving van ondernemingen. Tevens leveren we met dit onderzoek verder bewijs voor het belang van verslaggevingregels voor de besluitnemers in ondernemingen, ook als deze verslaggevingregels geen directe kasstroom-effecten hebben. ■

## Literatuur

- Carter, M.E. en L.J. Lynch (2003), The consequences of the FASB's 1998 proposal on accounting for stock option repricing, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 35, pp. 51-72.
- Carter, M.E., L.J. Lynch en I. Tuna (2006), The role of accounting in the design of CEO equity compensation, *working paper The Wharton School, University of Pennsylvania*.
- Imhoff, E.A. en J.K. Thomas (1988), Economic consequences of accounting standards: the lease disclosure rule change, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 10, pp. 277-310.
- Mittelstaedt, H.F., W.D. Nichols en P.R. Regier (1995), SFAS No. 106 and benefit reductions in employer-sponsored retiree health plans, *The Accounting Review*, vol. 70, pp. 535-556.
- Ouden, G.J. den (2005), Wat zien gebruikers aan effecten van IFRS?, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 79, pp. 10-18.
- Verbeek, M. (2004), *A guide to modern econometrics*, John Wiley & Sons, Chichester, 2<sup>nd</sup> edition.
- Watts, R.L. en J.L. Zimmerman (1978), Towards a positive theory of the determination of accounting standards, *The Accounting Review*, vol. 53, pp. 112-134.
- Watts, R.L. en J.L. Zimmerman (1990), Positive accounting theory: a ten year perspective, *The Accounting Review*, vol. 65, pp. 131-156.
- Zeff, S.A. (1978), The rise of economic consequences, *Journal of Accountancy*, vol. 146, pp. 56-63.

## Noten

- 1 Voorbeelden zijn Imhoff en Thomas (1988), Mittelstaedt et al. (1995), Carter en Lynch (2003) en Carter, Lynch en Tuna (2006).
- 2 Wij onderzoeken geen preferente aandelen die niet zijn geplaatst maar wel in het maatschappelijke kapitaal zijn opgenomen en waarop een stichting een optierecht bezit, aangezien deze aandelen een beschermingsfunctie hebben en – tot het moment van uitgifte – geen invloed op de schuldratio of nettowinst hebben. Evenzo onderzoeken wij geen beheerspreferente of prioriteitsaandelen, omdat de preferentie hier enkel stemrechten betreft.
- 3 IAS 32 lijkt ook relevant voor bijvoorbeeld het Verenigd Koninkrijk, aangezien ook daar veel ondernemingen preferente aandelen hebben uitstaan. In het Verenigd Koninkrijk hebben bedrijven echter vaak de keuze om al dan niet dividend uit te keren op de preferente aandelen. Hierdoor mogen de preferente aandelen als eigen vermogen op de balans blijven staan.
- 4 De boekwaarde is inclusief agio. We onderzoeken boekwaarden in plaats van werkelijke waarden, omdat deze werkelijke waarden ook fluctueren zonder een uitgifte of terugkoop van preferente aandelen.