

4 BRONKRITISCH COMMENTAAR

Zoals in voorgaande hoofdstukken is gebleken zijn de normen voor de jaarrekening en het verwachtingspatroon omtrent verslaggeving in de loop van de tijd aanzienlijk gewijzigd. Ondanks de schijnbare continuïteit, zoals gesuggereerd door de stabiele vorm van de balans, is de zeggingskracht van huidige jaarrekeningen belangrijk anders, en meestal groter dan vijftig of honderdvijftig jaar geleden. De jaarrekeningen van Unilever van kort na de Tweede Wereldoorlog werden alom bejubeld als toonbeeld van informatieve verslaggeving, maar zouden nu niet meer acceptabel zijn voor een multinationale onderneming.³⁷ De historicus die de jaarrekening wil gebruiken als bron van informatie over de economische positie van de onderneming, vooral wanneer hij enige kennis heeft van wat vandaag de dag mogelijk is met jaarrekeningen, ervaart daarom vaak een gevoel van frustratie omdat oudere jaarrekeningen zo weinig lijken te zeggen en zo ver onder hun potentieel lijken te blijven. Het gevoel kan opkomen dat er toch een sleutel moet zijn om de rijkere informatie die verborgen zit in de vaak sterk samenvattende cijfers te ontsluiten. Helaas is het zo dat die sleutel meestal niet bestaat. Oude jaarrekeningen zijn vaak bewust opgesteld met de bedoeling om slechts beperkte informatie openbaar te maken, en meer dan wat bedoeld is zullen ze dan ook meestal niet prijsgeven. Het is echter niet nodig om de jaarrekening als historische bron dan maar geheel af te schrijven, zoals blijkt uit verschillende voorbeelden van historische studies (zie bijlage D). De meest voor de hand liggende reactie lijkt nog altijd om de beperkingen te accepteren en van geval tot geval te bezien hoever men met de jaarrekening kan komen. Soms komt men daarbij nog voor aangename verrassingen te staan. Dit hoofdstuk biedt enkele handvatten om aan het werk te gaan met historische jaarrekeningen.

Betrouwbaarheid van de gegevens in de bron

Bij de betrouwbaarheid van de jaarrekening gaat het om de vraag of datgene wat de jaarrekening wil zeggen, hoe beperkt ook, in elk geval niet onjuist of misleidend is. In het algemeen is dat niet het grootste probleem bij historische jaarrekeningen. Een gevlugeld woord onder accountants en hun critici luidt: 'it is better to be approximately right than exactly wrong'. Accountants en de bredere beroepsgroep van boekhouders en administrateurs hebben niet ten onrechte de reputatie dat zij zich drukker maken over de vraag of een cijfer volgens de afgesproken procedures berekend is dan over de vraag of dit cijfer eigenlijk wel relevant is voor de eindgebruiker. Hoewel accountants dit elkaar vaak genoeg voorhouden

als een zwak punt in hun beroepsuitoefening, heeft het in elk geval dit voordeel dat informatie in historische jaarrekeningen is wat het pretereert te zijn, hoe bescheiden die pretentie verder ook is.

Onder de factoren die de betrouwbaarheid in deze zin positief beïnvloeden zijn te noemen:

- Het zelfcorrigerend vermogen van een op basis van dubbel boekhouden gevoerde administratie. Zeker wanneer dit wordt gecombineerd met een bepaalde mate van functiescheiding brengt de discipline van het boekhouden als vanzelf een deel van de onbewuste fouten aan het licht.
- De zich steeds uitbreidende infrastructuur van opleiding en training voor boekhouders en administrateurs, variërend van de al uit de zestiende eeuw bekende leerboeken in het koopmansboekhouden, waarin veel procedures al gestandaardiseerd werden, tot de praktijk- en staatsdiploma's uit de negentiende en twintigste eeuw.
- Het belang dat in de meeste ondernemingen aan de jaarrekening werd en wordt gehecht. De jaarrekening is nog steeds een van de belangrijkste verantwoordingsdocumenten van de ondernemingsleiding, hetgeen betekent dat hieraan meestal relatief veel zorg wordt besteed.
- Het gegeven dat de jaarrekening van veel ondernemingen kritisch wordt bekeken door aandeelhouders, crediteuren en andere partijen, die vaak een tegengesteld belang hebben aan dat van de ondernemingsleiding.
- Verbonden aan de vorige twee punten, het gegeven dat sinds het einde van de negentiende eeuw controle door externe deskundigen (accountants) meer en meer gemeengoed is geworden, alsmede de sinds die tijd toenemende standaardisatie en rationalisatie van controletechnieken.
- De sterke nadruk op voorzichtigheid en conservatisme bij waardering en winstbepaling gedurende een groot deel van de negentiende en twintigste eeuw. Het idee van de 'minimumpositie' betekende dat vrij algemeen werd geaccepteerd dat het management een grote mate van vrijheid had bij het opstellen van de jaarrekening, maar dat daartegenover de controlerende accountant wel een sterke positie had om te eisen dat de jaarrekening in elk geval geen rooskleuriger beeld gaf dan gerechtvaardigd was op grond van de feiten.

Dit alles neemt niet weg dat altijd met de mogelijkheid van bewuste fraude rekening moet worden gehouden. Over de omvang van dit fraudeprobleem is naar de aard van de zaak weinig te zeggen, behalve dat echte boekhoudschandalen in Nederland weliswaar niet onbekend zijn, maar tamelijk zeldzaam.

Het klassieke Nederlandse boekhoudschandaal blijft nog altijd de Pincoffs-affaire, waarbij in 1879 aan het licht kwam dat miljoenenverliezen van de Afrikaansche Handelsvereniging gedurende enkele jaren aan het oog onttrokken waren door ongeregelde heden in de administratie en valse balansen.³⁸ Dit schandaal wordt gezien als een belangrijke aanzet tot het ontstaan van het Nederlandse accountantsberoep. De grote schok

die deze gebeurtenis met zich meebracht kan waarschijnlijk ook gezien worden als een indicatie dat het publiek bepaald niet gewend was aan dit soort zaken, en werpt zo indirect enig licht op de betrouwbaarheid van jaarrekeningen uit die tijd in het algemeen. De ondergang van de Noord-Brabantsche Bank in 1908 was een ander geruchtmakend geval van regelrechte fraude bij het opstellen van jaarrekeningen, waarbij vooral veel kleine spaarders gedupeerd werden. Sindsdien zijn uiteraard nog meer ondernemingen op grond van hun jaarrekening in opspraak gekomen, maar in elk geval onder de beursgenoteerde ondernemingen gaat het daarbij meestal niet om harde fraude zoals het opvoeren van niet-bestaande activa, maar om meer subtiele kwesties rond de toepassing van verslaggevingsvoorschriften. Daarbij kan het voorkomen, zoals recentelijk in het geval van de consolidatieproblematiek van Ahold, dat een onderneming in de fout gaat door een wijze van verslaggeving toe te passen die op zich misschien best verdedigbaar is of een aantal jaar geleden nog gangbaar was, maar die nu door steeds verdergaande regelgeving is uitgesloten.

Vaak voorkomende problemen

Zoals vaker benadrukt in dit broncommentaar vertonen jaarrekeningen een grote mate van verscheidenheid, zowel in de loop van de tijd als tussen ondernemingen onderling. De bespreking van vaak voorkomende problemen in deze paragraaf maakt dan ook geen enkele aanspraak op volledigheid. In deze paragraaf gaat het om aspecten van historische jaarrekeningen die, in vergelijking met huidige jaarrekeningen, in het bijzonder tot problemen leiden. Daarmee is dus niet gezegd dat het interpreteren van huidige jaarrekeningen probleemloos is. Er zijn er belangrijke verschillen tussen het boekhoudkundig winstbegrip en wat wel het economisch winstbegrip wordt genoemd, waardoor het niet altijd makkelijk is om goed te omschrijven wat nu precies de economische betekenis is van de cijfers in de jaarrekening. Daarnaast slagen sommige ondernemingen er nog steeds in, ondanks de steeds verder voortschrijdende regelgeving zoals beschreven in hoofdstuk 3, om hun cijfers op minder inzichtelijke manieren te presenteren. Voor de huidige stand van zaken op het gebied van het lezen en interpreteren van jaarrekeningen wordt verwezen naar de vele leerboeken op dit gebied (zie bijlage D voor enkele suggesties). In het onderstaande komen dus enkele specifieke historische problemen aan de orde. Hoewel omwille van de overzichtelijkheid getracht is een aantal problemen afzonderlijk te benoemen, zal bij lezing duidelijk worden dat zij deels met elkaar samenhangen, of elkaar versterken.

a. Conservatisme en voorzichtigheid

Het hoofdprobleem van veel jaarrekeningen tot ruimschoots na de Tweede Wereldoorlog is dat zij zijn opgesteld op basis van sterke of soms extreme voorzichtigheid. Gedurende lange tijd, en ook tot op zekere hoogte vandaag de dag nog, wordt het betrachten van voorzichtigheid bij het

opstellen van de jaarrekening als een deugd gezien. Art. 384 lid 2 Titel 9 Boek 2 BW schrijft dit ook met zoveel woorden voor. Dit zogenaamde voorzichtigheidsbeginsel wordt meestal geformuleerd als de regel dat winsten pas worden verantwoord wanneer zij zijn gerealiseerd, terwijl verliezen worden verantwoord zodra zij bekend zijn. Concreet houdt dit bijvoorbeeld in dat met een stijging van de marktprijs van een voorraad handelsgoederen geen rekening wordt gehouden, tenzij deze stijging is gerealiseerd door verkoop van de voorraad. Op dat moment wordt dan de winst verantwoord. Een daling van de marktprijs daarentegen onder de kostprijs van de op balansdatum nog aanwezige goederen wordt direct verwerkt door de voorraad af te waarderen, ten laste van de winst- en verliesrekening.

Het voorzichtigheidsbeginsel kan vooral gerechtvaardigd worden vanuit de belangentegenstelling tussen managers, aandeelhouders en crediteuren. Crediteuren hebben er bijvoorbeeld belang bij dat hun schulden worden gedekt door voldoende activa, en dat de onderneming dus niet wordt 'uitgehoud' door excessieve dividenduitkeringen aan aandeelhouders. Door de dividenduitkering te koppelen aan de winst en door winsten uit te stellen (en verliezen naar voren te halen) krijgen zij enige zekerheid dat dividenduitkering niet ten koste van hun belangen gaat. Ook aandeelhouders kunnen belang hebben bij voorzichtigheid: hierdoor wordt voorkomen dat het management niet te zeer zijn eigen belangen nastreeft ten koste van de eigenaren, bijvoorbeeld door de winstcijfers te mooi voor te stellen met het oog op een hogere beloning.

Voorzichtigheid kan ook een zekere betekenis hebben voor aandeelhouders in hun hoedanigheid als belegger, omdat het gezien kan worden als een vorm van verdiscontering van de onzekerheid waarmee ondernemen nu eenmaal altijd gepaard gaat. Toch mag worden aangenomen dat beleggers uiteindelijk vooral geïnteresseerd zijn in een zo goed mogelijke taxatie van de positie en de resultaten van de onderneming, en dus niet gebaat zijn bij een eenzijdige vertekening hiervan.

Ook voor aandeelhouders in hun rol als opdrachtgevers van het management kan voorzichtigheid nadelig zijn. Onder de vlag van voorzichtigheid kan ruimte geschapen worden voor allerlei vormen van winststuring. Een bekend voorbeeld is de situatie waarin een in moeilijkheden verkerende onderneming onder nieuw management komt. De nieuwe bestuurders hebben er belang bij de bestaande problemen zoveel mogelijk uit te vergroten door het treffen van een grote reorganisatievoorziening. In de komende jaren kunnen dan allerlei kosten die in feite tot de reguliere bedrijfslasten behoren ten laste van deze voorziening worden gebracht. Dit betekent een gunstiger resultaatontwikkeling in de komende jaren, die de prestaties van het nieuwe management in een (te) positief licht zet. Dit fenomeen staat in de literatuur bekend als 'big bath accounting'.

Een voorzichtige (lage) waardering van sommige activa, zoals beleggingen, betekent ook dat het management winsten als het ware 'uit de la' kan halen wanneer ze nodig zijn, door de betreffende activa te verkopen

in jaren waarin het resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening tegenvalt. Hierdoor vertoont de winstontwikkeling een gelijkmatig beeld ('income smoothing'), wat beleggers en crediteuren op het verkeerde been kan zetten.

Voorzichtigheid kan op verschillende manieren tot uitdrukking komen, zoals nader uitgewerkt in de volgende paragrafen. Een algemene constatering is dat toepassing van voorzichtigheid in de jaarrekening waarschijnlijk een hoogtepunt bereikte tussen, globaal genomen, 1900 en 1950. Vóór die tijd kwam voorzichtige waardering natuurlijk ook wel voor, op grond van de boven geschetste logica van belangentegenstellingen, maar was de praktijk feitelijk nog onvoldoende uitgekristalliseerd om te komen tot een bewuste formulering van een dominant voorzichtigheidsbeginsel. Ook waren er nog compenserende factoren zoals een hier en daar te bespeuren experimenteren met vormen van waardering tegen actuele waarde.

Tussen 1900 tot 1950 zien we dan dat voorzichtigheid nadrukkelijk als doelstelling of principe geformuleerd wordt, en vat ook de gedachte post dat het management eigenlijk niet voorzichtig genoeg kan zijn. Dit is overigens niet alleen in Nederland zo, maar voor zover het mogelijk is om hier algemene uitspraken over te doen, in de hele westerse wereld.³⁹ Boekhoudschandalen en financiële crises, niet in het minst de beurskrach van 1929, versterken de mening dat overwaardering van activa niet krachtig genoeg bestreden kan worden.

De meest zichtbare vorm van deze gedachte is de waardering van belangrijke balansposten zoals gebouwen op (in Nederland) één gulden. Hier steekt de gedachte achter dat het zo snel mogelijk afschrijven van activa een teken van financiële kracht is, iets waar de onderneming trots op kan zijn. Een onderneming die zo snel kan afschrijven en toch nog winst kan maken moet wel stevig in zijn schoenen staan. Los van de vraag of dit nu de meest voor de hand liggende of geloofwaardige manier is om beleggers te informeren over de financiële stand van zaken in de onderneming is duidelijk dat deze wijze van verslaggeving bijzonder ongelukkig uitwerkt voor de bruikbaarheid van jaarrekeningen als historische bron.

Een andere factor die kan verklaren waarom het voorzichtigheidsbeginsel juist in deze periode zo dominant wordt is de opkomst van de managers als onafhankelijke partij en het relatieve machtsverlies van aandeelhouders in de grote ondernemingen (scheiding van leiding en eigendom). Winstinhouding is in deze omstandigheid van belang voor het management als bron van financiering, om de onderneming verder te laten groeien en de eigen positie verder uit te bouwen. Door toepassing van voorzichtigheid kan het management feitelijk de statutaire rechten van aandeelhouders op uitkering van de hele winst ondergraven. Zoals ook wel in de betreffende periode werd geconstateerd, verwordt het winstcijfer daarmee soms tot niet meer dan het bedrag dat het management als dividend wenst uit te keren, en zegt het maar zeer weinig over de feitelijke prestaties van de onderneming. Zo treft men soms reeksen

jaarrekeningen aan waarin afschrijvingen of andere posten zo worden bepaald dat de onderneming jaar in jaar uit hetzelfde winstbedrag kan laten zien.

b. Stille en geheime reserves

Een aspect van voorzichtigheid is de vorming van reserves. Met betrekking tot dit onderwerp is lang niet altijd sprake geweest van een consistent gebruik van begrippen, maar in het algemeen kan met betrekking tot reserves het volgende onderscheid worden gemaakt.

In de eerste plaats heeft reserve soms de betekenis van een belegde reserve. Het gaat hier dan om liquide middelen (activa, zoals kasmiddelen of effecten) die de onderneming met het oog op toekomstige besteding aanhoudt. Deze reserves, die in principe een debetsaldo voorstellen, zijn op zich niet problematisch bij de interpretatie van de jaarrekening (tenzij de waardering ervan op voorzichtige wijze plaatsvindt).

De andere typen reserves zijn dus per saldo creditposten en feitelijk onderdeel van het eigen vermogen. Deze reserves kunnen worden onderscheiden in:

Open reserves: dit zijn afzonderlijk benoemde componenten van het eigen vermogen, zoals een reserve ingehouden winst, een vervangingsreserve, of een reserve voor algemene doeleinden. Voor de financiële positie van een onderneming maakt het in feite niet veel uit of binnen het eigen vermogen nu wel of geen onderscheid wordt gemaakt tussen verschillende soorten van reserves, zolang het alleen de aandeelhouders zijn die recht hebben op het gehele eigen vermogen inclusief alle reserves. In dat geval hebben reserves geen andere betekenis dan dat ze intenties met betrekking tot winstinhouding, of statutaire restricties op winstuitkering, zichtbaar maken.

Stille reserves: dit zijn onderwaarderingen van actiefposten, of overwaarderingen van verplichtingen waarvan de lezer van de jaarrekening het bestaan op zijn minst kan vermoeden. Dit kan het geval zijn wanneer, zoals boven aangegeven, activa op één gulden zijn gewaardeerd. Het kan ook zo zijn dat uit de omschrijving van een post (bijvoorbeeld 'voorziening algemene bedrijfsrisico's') blijkt dat een passiefpost geheel of gedeeltelijk niet uit verplichtingen bestaat, of dat uit de toelichting is aangegeven dat bepaalde posten voorzichtig zijn gewaardeerd. Bij een 'juiste' waardering of rubricering van deze posten zou het eigen vermogen van de onderneming hoger zijn geweest, waardoor deze posten feitelijk het karakter van een reserve hebben.

Geheime reserves, ten slotte, zijn in feite van hetzelfde type als de stille reserves, met dit verschil dat de lezer van de jaarrekening geen aanwijzingen krijgt dat zij zich voordoen. Een vermoedelijk vrij vaak voorkomende praktijk op dit gebied was het ophogen van de post 'crediteuren' tot boven de nominale waarde van de verplichtingen.

Onder accountants bestond lange tijd geen consensus over de wijze waarop men met stille en geheime reserves om diende te gaan, met als

praktische implicatie dat deze reserves in de praktijk belangrijke vormen konden aannemen. Pas vanaf de verwerping van de 'minimumpositie' in de jaren vijftig van de twintigste eeuw waren de stille en geheime reserves op hun retour, maar het mag worden aangenomen dat zij, in elk geval buiten de kring van beursgenoteerde ondernemingen, bepaald niet geheel zijn verdwenen.

Een belangrijke vraag met betrekking tot stille en geheime reserves is of zij ook stilzwijgend kunnen vrijvallen ten gunste van het resultaat (bijvoorbeeld door de eerder genoemde ophoging van de post crediteuren ongedaan te maken – debet – onder gelijktijdige verlaging – credit – van, bijvoorbeeld, de kostprijs van de verkopen in de winst-en-verliesrekening. Dit biedt natuurlijk belangrijke mogelijkheden voor winstmanipulatie. Ook hier is het moeilijk om te zeggen wat de gangbare praktijk was, maar het is aannemelijk dat dit toch wel voorkwam. Voor zover dit het geval was, is het aannemelijk dat dit vanaf de jaren dertig van de twintigste eeuw onder druk van het accountantsberoep minder werd. Dit was dan een gevolg van een geruchtmakende Engelse rechtzaak rond de jaarrekeningen van de Royal Mail Steam Packet Company, waarin de winsten gedurende een aantal jaren werden geflatteerd door stilzwijgende vrijval van stille en geheime reserves. Deze zaak maakte ook onder Nederlandse accountants grote indruk en, hoewel men het vooralsnog niet eens kon worden over de toelaatbaarheid van stille en reserves in het algemeen, werd wel algemeen geaccepteerd dat stilzwijgende vrijval niet langer acceptabel was.⁴⁰

c. Onderscheid winstbepaling en winstbestemming

Onduidelijkheid rond de rol van stille en geheime reserves kon mede ontstaan doordat het pas in de loop van de twintigste eeuw tot enige standaardisatie kwam wat betreft het winstbegrip. Een belangrijke vraag hierbij is welke posten behoren tot de winstbepaling, en welke tot de winstbestemming. Wanneer men de vraag zo stelt betekent dit dat men er van uitgaat dat hier een duidelijk onderscheid gemaakt kan worden, en dat het in rekening brengen van alle posten die horen bij de winstbepaling leidt tot een bedrag dat men 'netto winst' zou kunnen noemen. Deze vraag is niet altijd zo duidelijk gesteld,⁴¹ en tot in het midden van de twintigste eeuw zijn er dus ook vrij veel voorbeelden van jaarrekeningen te vinden waarin niet duidelijk een 'netto winst' of vergelijkbaar bedrag als 'bottom line' van de resultatenrekening gepresenteerd wordt.

Wanneer men zich de bepaling van de winst van een onderneming over een bepaalde periode voorstelt is het in de meeste gevallen tamelijk vanzelfsprekend dat men moet beginnen met de omzet, waarvan vervolgens alle direct met die omzet samenhangende kosten worden afgetrokken: de kostprijs van verkochte goederen, salarissen van het personeel, en dergelijke. Het saldo zou men dan de brutowinst of het bedrijfsresultaat kunnen noemen. Vervolgens is de vraag hoe om te gaan met een aantal andere posten die een veel zwakker, of helemaal geen verband hebben

met de omzet in het boekjaar. Te denken valt aan rentekosten, tantièmes voor directie en commissarissen, dividend op gewone of preferente aandelen, belastingen, maar ook op waardevermindering of –vermeerdering van activa, koersverschillen op posten in vreemde valuta en dergelijke. In de praktijk ontstond een grote verscheidenheid aan tussentellingen en benamingen voor deze tussentellingen, en dus ook een verschillende invulling van het begrip ‘netto winst’, voor zover men dit al afzonderlijk benoemde .

Posten waarbij sprake is van belangrijke verscheidenheid in behandeling zijn met name:

- Afschrijvingen op vaste activa: vooral in de negentiende eeuw bestond er nog geen eenduidigheid over de betekenis van afschrijvingen. Soms werd op vaste activa met een lange levensduur (concessies, grondwerken) in het geheel niet afgeschreven. Waar wel werd afgeschreven werd dit soms niet gezien als een kostenpost, maar als een vorm van reservering met het oog op toekomstige vervanging. In zulke gevallen kan het dus voorkomen dat bij de bepaling van de ‘netto winst’ geen rekening wordt gehouden met afschrijvingen, maar dat bij de verdeling van de winst een dotatie aan een ‘reserve voor afschrijving’ of iets dergelijks voorkomt. Ook in gevallen waarin de afschrijvingen als kosten gepresenteerd werden, werd het bedrag vaak afhankelijk van het bruto-resultaat vastgesteld.
- Voorzieningen: ondernemingen kunnen worden geconfronteerd met allerlei verwachte toekomstige uitgaven, variërend van garantieverplichtingen en betaling van pensioenen aan oud-medewerkers tot onverzekerde schades of ‘algemene bedrijfsrisico’s’. Voor de posten die met het oog hierop aan de creditzijde van de balans worden gevormd, werd aanvankelijk vooral het woord ‘reserve’ gebruikt, ongeacht of men deze posten nu tot de winstbepaling of de winstbestemming rekende. Vanaf de jaren vijftig van de twintigste eeuw zien we dat het gebruik zich doorzet om de term voorziening vooral te gebruiken voor posten die worden gevormd door een kostenpost in de resultatenrekening (winstbepaling), en de term reserve voor posten die op een andere manier worden gevormd, hetzij via de winstbestemming, hetzij via een rechtstreekse mutatie in het eigen vermogen (bijvoorbeeld een herwaarderingsreserve). Voorzieningen hebben dan in principe het karakter van verplichtingen, hoewel dit tot voor kort niet zo scherp werd toegepast. Een vrij vaak voorkomende voorziening als ‘assurantie eigen risico’ stelt ten slotte geen verplichting van de onderneming voor.
- Belastingen: omdat tot aan de Tweede Wereldoorlog voor vennootschappen geen belasting op winst, maar slechts op dividenden werd geheven was het niet onlogisch dat veel ondernemingen deze belastingen niet als kostenpost behandelden. Maar ook na de oorlog ontstond er nog niet direct consensus dat de vennootschapsbelasting inderdaad een onderdeel van de kosten vormde. Men kon het zich tenslotte ook zo voorstellen dat de staat een van de winstgerechtigden was, zodat de

belastingen werden verwerkt bij de winstverdeling. Men kan dus zowel 'reserves' als 'voorzieningen' met betrekking tot belastingen aantreffen. In beide gevallen gold dat ondernemingen terughoudend waren met het openbaar maken van de bedragen die aan de reserves of voorzieningen werden toegevoegd: gegeven dat gerapporteerde winsten sterk aan winststuring onderhevig waren, zou de belastinglast in elk geval een indicatie kunnen geven van de hoogte van de 'echte' winst. Het duurde tot de jaren zestig voordat een meerderheid van genoteerde ondernemingen enig inzicht gaf in de belastinglasten,⁴² en het laat zich raden dat dit voor de niet-genoteerde ondernemingen, in hun bij het handelsregister gedeponeerde jaarrekeningen, niet veel anders was.

d. Deelnemingen en consolidatie

Een probleem dat zich in Nederland waarschijnlijk pas vanaf circa 1890 op enige schaal begint voor te doen, is het gegeven van de naamloze vennootschap die grote belangen neemt in andere naamloze vennootschappen of deze zelfs geheel overneemt. Hoewel dit tegenwoordig als een volstrekt normale handelwijze wordt beschouwd, moet bedacht worden dat dit in de geest van de negentiende-eeuwse wetgeving eerder een vorm van misbruik was: vanuit de gedachte van de vennootschap als contract tussen een aantal participanten is de eenmans-NV een anomalie. Het Wetboek van Koophandel van 1838 bepaalde dan ook nadrukkelijk dat één persoon niet meer dan zes stemmen kon uitbrengen in de algemene vergadering van aandeelhouders.⁴³ Deze bepaling hoefde met enige creativiteit in het gebruik van tussenholdings, stromannen of prioriteitsaandelen geen al te grote belemmeringen tegen concernvorming op te werpen, maar helpt wel om te begrijpen waarom dit betrekkelijk langzaam op gang kwam.

Voor de jaarrekening heeft concernvorming ingrijpende gevolgen. De meest simpele, en aanvankelijk ook vaak toegepaste boekingswijze, is dat bij verkrijging van een belang in een andere onderneming dit belang in de balans van de moeder tegen kostprijs wordt geboekt, en dat ontvangen dividenden als inkomsten (beleggingsresultaten) in de winsten-verliesrekening worden verantwoord. Wanneer het belang relatief klein is, is deze wijze van verwerken tamelijk functioneel. Maar wanneer een moedermaatschappij beslissende zeggenschap in een deelneming verwerft (die dan meestal als dochtermaatschappij wordt aangeduid) kunnen grote problemen ontstaan. Potentieel het ernstigst is dat een te kwader trouw handelende moedermaatschappij de dochter kan dwingen tot schijntransacties die het resultaat van de moeder flatteren, zoals het verkopen van goederen aan de dochter tegen onrealistisch hoge prijzen, of dividenduitkeringen door de dochter die feitelijk ten laste van het kapitaal gaan. Maar ook zonder de eigen resultaten te manipuleren kan het management van de moeder de dochter gebruiken om de jaarrekening minder transparant te maken, door belangrijke activiteiten over te hevelen van de moeder naar de dochter waardoor de eerste meer en meer

het karakter van een pure houdstermaatschappij krijgt, met als enige balanspost 'belangen in andere ondernemingen'. Pas vanaf de jaren twintig wordt in Nederland, vooralsnog op zeer bescheiden schaal, de techniek van de geconsolideerde jaarrekening toegepast waarmee de jaarrekening van de groep als economisch geheel wordt gepresenteerd, ongeacht de juridische samenstelling uit afzonderlijke vennootschappen. Het gevolg is dat de informatieve waarde van veel jaarrekeningen uit de eerste helft van de twintigste eeuw, vooral van grotere ondernemingen, tamelijk beperkt is.

e. Samenvoeging en saldering

Wanneer men zich de balans en winst-en-verliesrekening voorstelt als een weergave van de saldi van het grootboek, dan zal bij een onderneming van enige omvang de gepubliceerde jaarrekening altijd een sterk samengevatte versie zijn van deze saldi: allerlei posten die met het oog op het dagelijks beheer op verschillende rekeningen worden geboekt, worden gecombineerd en gesaldeerd tot posten in de jaarrekening. Samenvoegen en salderen is dus op zich niet erg, maar het ontbreken van duidelijke criteria hiervoor tot ver in de twintigste eeuw heeft de informatieve waarde van de jaarrekening niet bevorderd. Tot de vaak voorkomende problemen op dit gebied behoren:

- Een scheve opbouw van de balansposten waarbij een groot deel van het balanstotaal bestaat uit één of enkele sterk geaggregeerde posten zoals 'bedrijfsmiddelen', en het overige is opgesplitst over een groot aantal kleine tot zeer kleine specifieke posten die niet van wezenlijk belang zijn bij het interpreteren van de financiële positie van de onderneming.
- Een sterk gesaldeerde winst-en-verliesrekening, die opent met een saldo bedrijfsrekening waarin de omzetten en bedrijfskosten gesaldeerd zijn. Wat overblijft voor afzonderlijke vermelding in de winst-en-verliesrekening is dan meestal niet meer dan rente op obligatieleningen en, soms, afschrijvingen.

Overigens kan ook het niet-salderen van posten de duidelijkheid van de jaarrekening nadelig beïnvloeden. Het balanstotaal en/of het eigen vermogen kunnen overschat worden wanneer niet-geplaatste aandelen of verliezen uit vorige boekjaren als activa worden getoond, of wanneer de cumulatieve afschrijvingen op vaste activa aan de creditzijde van de balans worden opgenomen.

f. Stelselwijzigingen

Veranderingen in de systematiek van de winstbepaling en de waardering, maar ook veranderingen in de presentatie (naamgeving van posten, samenvoeging en saldering) kunnen een gevolg zijn van voortschrijdend inzicht of van veranderende normen, maar kunnen ook een opportunistisch karakter hebben. In elk geval hebben zulke veranderingen gevolgen voor het getoonde vermogen en resultaat, en het probleem doet zich voor dat tot midden in de twintigste eeuw de informatievoorziening over stel-

selwijzigingen meestal zeer gebrekkig is. Vaak wordt de lezer van de jaarrekening niet nadrukkelijk op stelselwijzigingen geattendeerd. Maar ook wanneer dit wel het geval is wordt vaak niet duidelijk aangegeven wat de effecten zijn en hoe deze zijn verwerkt. Is het zo dat de stelselwijziging met terugwerkende kracht is toegepast? In dat geval zijn boekwaarden van bestaande bezittingen en/of verplichtingen gewijzigd, maar hoe is dit geboekt? Als bate of last in de winst-en-verliesrekening? Of als een rechtstreekse mutatie in de reserves? Of wordt het nieuwe stelsel alleen toegepast op nieuwe transacties? Vanaf de jaren vijftig van de twintigste eeuw bestaan er min of meer duidelijke conventies over verwerking van en toelichting op stelselwijzigingen, maar daarvoor blijft het vaak raden.

g. Gebrekkige toelichting

Vergeleken met huidige jaarrekeningen van grote ondernemingen, waarin de toelichting op kan lopen tot honderd pagina's of meer, zijn veel historische jaarrekeningen uitermate summier. Dit uit zich onder meer in het ontbreken van de volgende informatie die voor het lezen van de jaarrekening van groot belang is:

- Vergelijkende cijfers over vorige boekjaren. Zoals aangegeven in hoofdstuk 2 is het pas sinds kort na de Tweede Wereldoorlog gebruikelijk om bij elke post in de balans en winst-en-verliesrekening de corresponderende cijfers voor het vorige boekjaar te plaatsen. Natuurlijk is het voor een lezer die over de vorige jaarrekening beschikt niet zo moeilijk om zelf deze opstelling te maken, maar slecht toegelichte stelselwijzigingen zoals besproken in de vorige paragraaf kunnen dit ernstig bemoeilijken, net als fusies en overnames of andere belangrijke transacties. Meerjarenoverzichten waarin de getoonde vergelijkende cijfers worden gecorrigeerd voor stelselwijzigingen en dergelijke zijn ook in feite pas na de Tweede Wereldoorlog opgekomen. Wat men vóór die tijd nog wel eens aantreft zijn tabellen met lange cijferreeksen, soms over tientallen jaren, van ondernemingen die hun continuïteit willen benadrukken, maar dat gaat meestal om betrekkelijk eenvoudige gegevens zoals het geplaatste kapitaal en het uitgekeerde dividend.
- Mutatieoverzichten van de belangrijkste posten. Voor een goed begrip van veel posten, zoals materiële vaste activa, deelnemingen, reserves en voorzieningen is inzicht in de mutaties gedurende het boekjaar essentieel omdat deze mutaties deels het resultaat beïnvloeden en deels ook niet. De toelichting kan eenvoudig gebeuren door een staatje met begin- en eindstand en de belangrijkste mutaties (bijvoorbeeld in het geval van voorzieningen: dotaties ten laste van het resultaat, aanwending voor het beoogde doel, vrijval van overtollige voorzieningen ten gunste van het resultaat, effecten van (de)consolidatie en eventuele omrekeningsverschillen op vreemde valuta's). Hoe voor de hand liggend een dergelijke toelichting ook is, het heeft toch tot het einde van de twintigste eeuw geduurd voordat deze informatie enigszins volledig was. Mutaties in reserves en vaste activa worden vanaf de jaren zeventig redelijk toege-

licht, maar mutatieoverzichten van voorzieningen zijn een zeer recent verschijnsel.

– Uiteenzetting waarderingsgrondslagen. In de negentiende eeuw komt men nog wel eens een zekere onbevangenheid tegen met betrekking tot het winstbegrip, alsof winst een vaststaande grootheid is die min of meer objectief uit de boekhouding kan worden afgeleid. Voor kleine handelsondernemingen die de conventionele boekingen volgen voor gebruikelijke transacties, is voor die opvatting ook wel iets te zeggen. Het is dan ook niet nodig de wijze van winstberekening uitvoerig uiteen te zetten, maar voor iets complexere industriële ondernemingen, of voor financiële ondernemingen zoals levensverzekeringsmaatschappijen, is winst zeker geen eenduidig begrip. Hoewel het besef hiervan aan het begin van de twintigste eeuw al tamelijk wijdverbreid is, komt dit vooralsnog niet algemeen tot uitdrukking in de toelichting. Ook het Wetboek van Koophandel van 1928/29, waarin voor het eerst een toelichting op de waarderingsgrondslagen werd vereist, leidde voor de meeste ondernemingen tot niet meer dan een wat plichtmatige uiteenzetting.

Kritiek op gebrekkige toelichting in de jaarrekening is een aanhoudend thema in de literatuur over financiële verslaggeving, en in de financiële pers, gedurende het grootste deel van de twintigste eeuw. Dat neemt niet weg dat men soms belangrijke uitzonderingen tegen komt, die vooral sectorgebonden lijken te zijn. Zo geven spoorweg- en tramondernemingen rond 1900 vaak zeer gedetailleerde informatie in hun toelichting, zowel met betrekking tot hun resultaten (opbrengsten per lijn, per tarief- en goederensoort) als met betrekking tot hun belangrijkste activa (investeringen, desinvesteringen en afschrijvingen met betrekking tot rollend materieel). Voor veel Indische cultuurondernemingen geldt iets dergelijks. Het is niet ongebruikelijk om in de toelichting op de jaarrekening gedetailleerde informatie aan te treffen over de oogst, de afzet en de prijzen per product, alsmede verdere informatie over aanplant en investeringen.

Gerelateerde en toetsingsbronnen

De meest voor de hand liggende mogelijkheid om de cijfers in jaarrekeningen te toetsen of te evalueren is terug te gaan naar de onderliggende administratie en interne rapportages. In veel gevallen zal dit echter door onvolledigheid van de desbetreffende archieven niet mogelijk zijn. Het beperkte onderzoek van dit type dat in het Verenigd Koninkrijk is uitgevoerd, lijkt er op te wijzen dat er tot de Eerste Wereldoorlog sprake was van slechts beperkte verschillen tussen externe en interne rapportages, maar dat nadien de mate van vertekening in de jaarrekening, anders gezegd de informatie-asymmetrie tussen buitenstaanders en het management, sterk toenam.⁴⁴

Een indirectere manier om de kwaliteit van jaarrekeninginformatie te toetsen is door gebruik te maken van technieken die ontwikkeld zijn in de onderzoeksliteratuur over financiële markten, de zogenaamde ‘market-based research’. Op basis van de veronderstelling dat kapitaalmarkten efficiënt zijn, zodat beurskoersen in de regel een afspiegeling zijn van alle in de markt beschikbare informatie over ondernemingen, kunnen koersgegevens gebruikt worden om de informatieve waarde van informatiebronnen, waaronder de jaarrekening, te toetsen.⁴⁵ Met andere woorden, zowel het winstcijfer uit de jaarrekening als de koersontwikkeling op de beurs kunnen worden gezien als een meting van de onderliggende, niet-waarneembare variabele ‘economische prestatie van de onderneming gedurende het boekjaar’, en door vergelijking van de twee kan men uitspraken doen over hun onderlinge consistentie. Voor dit type onderzoek zijn praktisch gesproken databases met koers- en jaarrekeninggegevens nodig die, wat Nederland betreft, in publiek beschikbare vorm niet verder teruggaan dan circa 1970.⁴⁶ Onderzoek in de Verenigde Staten lijkt er op te wijzen dat de informatiewaarde, in deze zin, van de kerncijfers in de jaarrekening (winst en eigen vermogen) gedurende een groot deel van de twintigste eeuw tamelijk constant was.⁴⁷ Uiteraard betreft deze conclusie een gemiddelde over een groot aantal ondernemingen, waarachter aanzienlijke variatie schuil gaat. In afwachting van verder onderzoek kan de conclusie dus zijn dat er geen reden is om historische jaarrekeningen zonder meer af te schrijven als bron van informatie over de economische ontwikkelingen van de betrokken ondernemingen, maar dat grote variatie, zowel in de loop van de tijd en tussen ondernemingen onderling, te verwachten is.

Mogelijke gebruikswijzen van de bron in historisch onderzoek

Gegeven de beperkingen van historische jaarrekeningen worden in het onderstaande enkele benaderingswijzen gekozen van de jaarrekening als bron van financieel-economische bedrijfsinformatie. Daarbij wordt achtereenvolgens aandacht besteed aan analyses met behulp van kengetallen (ratio’s) en aan cash flow analyse.

a. Kengetallen

Wanneer we bij een jaarrekening de simpele vraag stellen: ‘hoe goed heeft de onderneming het in een bepaald jaar gedaan?’ komen we al snel tot de conclusie dat het niet zo zinvol is om die vraag te beantwoorden met: ‘de winst bedroeg in dat jaar f 1 mln’. Dat getal is nietszeggend zolang we het niet ergens mee kunnen vergelijken: met dezelfde onderneming in andere jaren, met andere ondernemingen, met de verwachtingen voor dat jaar, of met de ten behoeve van dat resultaat geïnvesteerde middelen. Omdat jaarrekeninganalyse dus vrijwel altijd vergelijkenderwijs plaatsvindt, spelen kengetallen (ratio’s) daarbij vanouds een belangrijke rol. In

de loop van de tijd is er een groot aantal ratio's bedacht die voor jaarrekeninganalyse gebruikt kunnen worden. Veel van dergelijke ratio's zijn variaties op een beperkt aantal thema's. De belangrijkste soorten ratio's zullen hieronder worden besproken, met enkele opmerkingen over hun toepasbaarheid op historische jaarrekeningen en hun interpretatie. Om een en ander te illustreren wordt gebruik gemaakt van de gegevens van de Nederlandsche Gist- en Spiritusfabriek over 1921 en 1922:

Balansen (in duizenden guldens):

	1922	1921		1922	1921
Aandelen in portefeuille	100	100	Kapitaal	5.000	5.000
Grond, gebouwen en machines	16.086	14.692	4½% Obligatielening	274	348
Voorraden	2.852	2.907	Afschrijvingsrekening	13.338	12.298
Debiteuren	4.496	5.224	Reservefonds	3.198	3.198
Aandelen in andere ondernemingen	1.085	1.200	Reserve diverse doeleinden	700	350
Cautionnement Belgische Staat	547	674	Crediteuren	2.901	2.504
Kasmiddelen	<u>4.900</u>	<u>3.234</u>	Belgische Staat	1.204	1.386
	30.066	28.031	Saldo winst	<u>3.451</u>	<u>2.947</u>
				30.066	28.031

Winst-en-verliesrekeningen:

	1922	1921		1922	1921
Afschrijvingen	960	1.018	Saldo Ao. Po.	34	29
Reserve diverse doeleinden	350	-	Exploitatiesaldo	4.556	3.785
Saldo winst	<u>3.451</u>	<u>2.947</u>	Interest	<u>171</u>	<u>151</u>
	4.761	3.965		4.761	3.965

Gegevens over de winstverdeling:

	1922	1921
Dividend	1.715	1.470
Tantièmes	1.562	1.323
Belastingen	117	120
Onverdeeld saldo	<u>57</u>	<u>34</u>
	3.451	2.947

De wijze van opstelling van balans en winst-en-verliesrekening is kenmerkend voor deze periode, maar niet de meest logische met het oog op financiële analyse. Alvorens deze gegevens verder te bezien loont het de moeite om ze eerst enigszins te hergroeperen. Wat de balans betreft houdt dit het volgende in:

- De eigen aandelen in portefeuille zijn geen echte activa, maar kunnen beter gesaldeerd worden met het kapitaal tot een post geplaatst kapitaal.
- De materiële vaste activa kunnen beter gesaldeerd worden met hun geaccumuleerde afschrijvingen, ondanks dat we niet moeten vergeten dat deze informatie een belangrijke indicatie bevat dat de activa voorzichtig zijn gewaardeerd.
- De balans kan worden opgesteld met inachtneming van de voorgestelde winstverdeling (waarbij de te betalen belastingen onder de crediteuren worden opgenomen).
- De actiefposten kunnen worden gegroepeerd naar looptijd (van vast naar vlottend).
- Aan de passiefzijde kunnen eigen en vreemd vermogen gescheiden worden. Daarbij veronderstellen we bij gebrek aan betere informatie dat in de reserve diverse doeleinden geen verplichtingen zijn verborgen, zodat de gehele reserve tot het eigen vermogen kan worden gerekend.
- Het vreemd vermogen kan weer gerangschikt worden naar looptijd (van lang naar kort). Daarbij gaan we ervan uit dat de creditpost met betrekking tot de Belgische staat een kortlopende post is (deze heeft betrekking op af te dragen accijnzen). Het 'cautionnement' aan de actiefzijde betreft kennelijk een waarborgsom die de onderneming, in verband met de accijnsverplichtingen, dient aan te houden.

In de winst-en-verliesrekening kan een beter onderscheid worden gemaakt tussen winstbepaling en winstbestemming. Dit betreft correcties voor:

- De gangbare gewoonte om het 'saldo anno passato' (de onverdeelde winst uit het vorige boekjaar) mee te nemen bij de bepaling van de winst in het huidige boekjaar.
- De belastingen, die (ondanks dat sprake is van een uitdelingsbelasting) waarschijnlijk toch beter ten laste van het resultaat gebracht kunnen worden.
- De dotatie aan de reserve diverse doeleinden, die op grond van de boven gemaakte veronderstelling tot de winstverdeling behoort.

Dit leidt tot de volgende overzichten:

Balansen (in duizenden guldens):

	1922	1921		1922	1921
Grond, gebouwen en machines	2.748	2.394	Geplaatst kapitaal	4.900	4.900
Aandelen in andere ondernemingen	1.085	1.200	Reservefonds	3.198	3.198
Voorraden	2.852	2.907	Reserve diverse doeleinden	700	350
Cautionnement Belgische Staat	547	674	Onverdeeld saldo	57	34
Debiteuren	4.496	5.224	Eigen vermogen	8.855	8.482
Kasmiddelen	<u>4.900</u>	<u>3.234</u>	4½%	274	348
			Obligatielening		
			Belgische Staat	1.204	1.386
			Crediteuren	3.018	2.624
			Winstuitkeringen	<u>3.277</u>	<u>2.793</u>
	16.628	15.633		16.628	15.633

Winst-en-verliesrekeningen:

	1922	1921
Exploitatiesaldo	4.556	3.785
Bij: Interestbaten	171	151
Af: afschrijving	960	1.018
Af: belastingen	<u>117</u>	<u>120</u>
Nettowinst	3.650	2.798

Winstverdeling:

Reservering	350	—
Dividend	1715	1.470
Tantièmes	1.562	1.323
Onverdeeld	<u>23</u>	<u>5</u>
Totaal	3.650	2.798

Rentabiliteitsratio's

Deze ratio's geven een maatstaf voor de winstgevendheid van een onderneming door een winstcijfer te relateren aan een cijfer voor geïnvesteerd vermogen, zoals bijvoorbeeld:

$$\text{Rentabiliteit op het eigen vermogen (REV)} = \frac{\text{nettowinst}}{\text{eigen vermogen}}$$

$$\text{Rentabiliteit op totaal vermogen (RTV)} = \frac{\text{bedrijfsresultaat}}{\text{geïnvesteerd vermogen (of: totale activa)}}$$

Als we er van uitgaan dat nettowinst gelijk is aan bedrijfsresultaat minus rentelasten, en eigen vermogen gelijk is aan totale activa minus schulden, dan kunnen we de RTV presenteren als een maatstaf voor de winstgevendheid van de eigenlijke bedrijfsprocessen, omdat geen rekening wordt gehouden met de schulden van de onderneming in de noemer en niet met de bijbehorende rentelasten in de teller. De REV houdt wel rekening met de financiering van de onderneming, en is dan een maatstaf voor de winstgevendheid van de onderneming vanuit het perspectief van de aandeelhouder. Allerlei varianten zijn mogelijk. In plaats van met het eigen vermogen, of de totale activa, per de laatste balansdatum kan men ook werken met de gemiddelde waarde gedurende het jaar, als er belangrijke wijzigingen zijn in de noemer. Het is bij de berekening van de RTV ook mogelijk om te veronderstellen dat allerlei kortlopende schulden zoals handelscrediteuren zo onlosmakelijk met de bedrijfsactiviteiten verbonden zijn, dat men ze beter in mindering kan brengen op de activa om zodoende een netto-geïnvesteed vermogen te verkrijgen, gefinancierd met eigen vermogen en rentedragende schulden.

Het daadwerkelijk berekenen van deze ratio's op basis van historische jaarrekeningen is niet altijd eenvoudig. Met name de REV kan problematisch zijn vanwege een onduidelijke afgrenzing tussen eigen en vreemd vermogen bij reserves en voorzieningen. Ook kunnen correcties nodig zijn met betrekking tot afschrijvingen: wanneer de cumulatieve afschrijvingen als reserve op de creditzijde van de balans zijn opgenomen is het beter deze in mindering te brengen op de boekwaarde van de corresponderende activa aan de debetzijde, en om de jaarlijkse toevoegingen aan deze reserve (voor zover deze gepresenteerd worden als winstverdeling) op de nettowinst in mindering te brengen.

De theorie achter deze ratio's is dat zij trendmatig bepaald zouden moeten worden door de risicovrije vermogenskostenvoet in een bepaalde periode, vermeerderd met een opslag voor het specifieke risico van de betrokken onderneming: bij een meer risicovolle activiteit zullen de vermogensverschaffers immers een hogere vergoeding willen.

Bij het gebruik van historische jaarrekeningen zal duidelijk zijn dat de mate van conservatisme in de jaarrekening een belangrijke invloed kan hebben op deze ratio's. Helaas is dit effect niet eenduidig en daarom moeilijk interpreteerbaar. Enerzijds leidt voorzichtige waardering van activa en verplichtingen tot een lagere noemer van beide ratio's en daarom tot een hogere REV en RTV. Anderzijds leidt uitstel van winsten, althans op korte termijn, tot een lagere teller en daarmee een lagere waarde van de ratio. Gemiddeld genomen is echter de verwachting, omdat winsten nu eenmaal moeilijk onbeperkt uitgesteld kunnen worden, dat bij conservatiever waarderingsgrondslagen de REV en RTV zullen stijgen. Twee ondernemingen uit dezelfde bedrijfstak en met vergelijkbaar risico kunnen dus toch structureel verschillende ratio's tonen wanneer de ene onderneming duidelijk voorzichtiger waardeert dan de andere.

Een andere beperking die vooral de RTV raakt is het ontbreken van

geconsolideerde jaarrekeningen: hierdoor kunnen belangrijke delen van de activa, maar ook van de verplichtingen en dus de rentelasten, uit beeld verdwijnen, waardoor de ratio moeilijk interpreteerbaar wordt. Voor de REV is dit doorgaans iets minder problematisch, omdat eigen vermogen en nettowinst wel gewoon getoond worden. Bedacht moet wel worden dat in de post 'deelnemingen' belangrijke stille reserves verborgen kunnen zijn wanneer deze op kostprijs is gewaardeerd.

Voor de Nederlandsche Gist- en Spiritusfabrieken kunnen we al met een timmermansoog vaststellen dat de onderneming een mooi rendement op het eigen vermogen maakt. Hoe we dit rendement precies berekenen hangt uiteraard af van de veronderstellingen die we maken bij het reorganiseren van de balans en winst-en-verliesrekening, zoals boven beschreven. Een belangrijke aanvullende vraag in dit geval is wat we doen met de tantièmes. Bij nader inzien blijkt dat dit diverse soorten uitkeringen betreft aan commissarissen, directie en personeelsleden. Deze uitkeringen komen dus niet de aandeelhouders als zodanig ten goede. Wanneer we geïnteresseerd zijn in de REV als indicator van het rendement op het geïnvesteerde vermogen, ongeacht de vraag aan wie dit rendement toekomt, dan kunnen we de tantièmes als winstuitkering zien. Zijn we echter geïnteresseerd in het rendement dat de aandeelhouders op hun investering krijgen, dan kan het zin hebben om de tantièmes feitelijk als een onderdeel van de kosten te beschouwen, en dus op de winst in mindering te brengen. Hier is niet sprake van een eenduidig juist antwoord, zoals vaak hangt het er van af wat we met de ratio willen doen.

We kunnen daarom een aantal varianten van de REV berekenen, zoals bijvoorbeeld:

$$\begin{aligned} \text{REV na belasting en tantièmes} & \quad (3650 - 1562) / 8855 = 24\% \\ \text{REV voor belasting en tantièmes} & \quad (3650 + 117) / 8855 = 43\% \end{aligned}$$

Bovenstaande waarden voor de REV zijn gebaseerd op het eigen vermogen per balansdatum in plaats van op de gemiddelde waarde gedurende het boekjaar, maar dat maakt in dit geval niet heel veel uit. Wanneer we de REV lezen als het rendement op het door aandeelhouders verstrekte eigen vermogen dan is 24% per jaar (en zeker 43%), vergeleken met bijvoorbeeld de rente op een obligatielening en een risico-opslag, een zeer fraai resultaat.

Hoe realistisch dat rendement is, hangt natuurlijk vooral af van de mate van voorzichtigheid die is toegepast in de waardering van de balansposten. Hierover hebben we weinig informatie, behalve dat we weten dat de boekwaarden van de materiële vaste activa ver onder de aanschafwaarden liggen, en dat nieuwe investeringen in een hoog tempo weer worden afgeschreven. Het is bepaald niet uit te sluiten dat, binnen de kaders van in die tijd acceptabele normen, de materiële vaste activa ook best voor een paar miljoen meer op de balans hadden kunnen staan waardoor de REV (na tantièmes) in de richting van de 15% zou kunnen gaan.

Voor de berekening van de RTV zien we ons geplaatst voor het volgende:

- We weten niet hoe groot de rentelasten zijn, omdat deze niet afzonderlijk in de winst-en-verliesrekening worden getoond. Voor de 4½% obligatielening is dat niet zo erg omdat het maar een klein bedrag is, en omdat we op basis van het rentepercentage en de hoofdsom de rente aardig kunnen benaderen (op basis van een gemiddelde hoofdsom gedurende het boekjaar zou de rentelast circa f 14.000 hebben bedragen).
- Lastiger is dat onbekend is of de post 'Belgische staat' rentedragend is, maar bij gebrek aan informatie nemen we maar aan dat dit niet het geval is. Het 'cautionnement' aan de actiefzijde is nauw aan deze schuld verbonden. Bij de berekening van de RTV ligt het dus voor de hand om deze posten te salderen om te voorkomen dat het geïnvesteerd vermogen teveel wordt opgeblazen.
- Wanneer we aannemen dat de winstuitkeringen kort na balansdatum worden betaald, kunnen we deze uitkeringen wegstrepen tegen een deel van de liquide middelen, omdat deze niet indicatief zijn voor het in de loop van het jaar geïnvesteerde vermogen.
- We zouden in principe ook de rentebaten kunnen elimineren en de bijbehorende kasmiddelen, omdat deze activa en hun opbrengsten feitelijk los staan van de overige bedrijfsprocessen die we met behulp van de RTV willen beoordelen. Bij gebrek aan betere informatie over de kasmiddelen zullen we dat hier niet doen.

Hiermee worden de totale activa in de noemer van de RTV als volgt berekend:

Totale activa	16628
Minus cautionnement	547
Minus winstuitkeringen	3277
Activa gecorrigeerd	12804

RTV op basis van totale activa, vóór tantièmes:

$$\begin{aligned} & (\text{Winst} + \text{belastingen} + \text{rente obligaties}) / \text{totale activa} = \\ & (3650 + 117 + 14) / 12804 = 30\% \end{aligned}$$

Wanneer we de winst corrigeren voor de tantièmes, als we zouden besluiten dat deze feitelijk tot de bedrijfskosten behoren, daalt de RTV naar 17%. Ook hier geldt dat de waarde fors lager kan uitkomen bij een hogere waardering van de materiële vaste activa.

De conclusie van het voorgaande moet natuurlijk zijn dat kengetallen als de REV en RTV geen exacte metingen zijn, en dat men op zijn hoede moet zijn voor de illusie van nauwkeurigheid die gewekt kan worden door het aanbrenge van correcties voor, bijvoorbeeld, reserves en belastingen. Het nut van kengetallen is niet zozeer dat ze ons een juiste maatstaf van winstgevendheid geven, maar:

- Ratio's geven ons een kader om de vaak slecht gestructureerde informatie in de jaarrekening te interpreteren en te ordenen. Het berekenen van de REV zet ons op het spoor van vragen als: welke posten zijn eigenlijk verplichtingen, of kosten? Wie waren de tantiëmisten? Wat weten we over de aard van de materiële vaste activa en dus over de mate van voorzichtigheid bij waardering?
- Ratio's helpen om die informatie zinvol samen te vatten en hanteerbaar te maken voor vergelijking in de loop van de tijd of tussen ondernemingen onderling. Ondanks dat we niet weten of de REV 'echt' zo hoog was als 24% is het wel interessant om te zien of deze ratio, bij gelijke berekeningswijze, in de loop van de tijd stijgt of daalt. Wanneer zou blijken dat er maar weinig ondernemingen zijn die in die periode zo'n hoog rendement halen, dan suggereert dat dat er meer aan de hand is dan een boekhoudkundig effect.
- Door die vergelijkingen zetten ratio's ons op het spoor van de inhoudelijke vragen waar het historici om te doen zal zijn: wat weten we eigenlijk over het bedrijfsmodel van de Gist- en Spiritusfabriek? Wat zouden de factoren en omstandigheden geweest kunnen zijn die de onderneming in deze periode kennelijk zo winstgevend maakten?

Solvabiliteitsratio's

Met solvabiliteit werd, zoals het woord al aangeeft, oorspronkelijk bedoeld op de mogelijkheid om aan de verplichtingen van de onderneming te voldoen door de onderneming te ontbinden en uit de opbrengst van de verkoop van de activa de schulden af te lossen. Vanuit die gedachte wordt solvabiliteit vaak gedefinieerd als de verhouding eigen vermogen / vreemd vermogen of vreemd vermogen / totaal vermogen. Hoe hoger deze ratio, hoe hoger het overschot van de activa boven de verplichtingen. In deze optiek is solvabiliteit dus vooral een begrip dat van belang is voor de crediteuren van de onderneming.

Het zal duidelijk zijn dat een balansratio als eigen vermogen / vreemd vermogen voor dit doel belangrijke beperkingen heeft. De belangrijkste is wel dat, als het echt tot liquidatie zou komen, de opbrengstwaarden van de activa wel eens onder de boekwaarden zouden kunnen liggen. Deze boekwaarden zijn meestal gebaseerd op de veronderstelling dat de onderneming een going concern is zodat bijvoorbeeld voorraden tegen normale prijzen en niet tegen lagere prijzen bij gedwongen verkoop verkocht zullen worden. Traditioneel heeft men dit bezwaar ondervangen door voorzichtige waardering, zodat een positief eigen vermogen toch een zekere garantie voor crediteuren voorstelt.

Een iets andere kijk op de solvabiliteitsratio, meer vanuit het perspectief van de aandeelhouder, is dat deze ratio gezien kan worden als indicator van de mate waarin de onderneming haar leencapaciteit gebruikt. Vanuit het perspectief van de aandeelhouders is financiering met vreemd vermogen tot op zekere hoogte gunstig, omdat vreemd-vermogensverschaffers in principe genoeg nemen met een lagere vergoeding

dan verschaffers van eigen vermogen (aandeelhouders): het risico van vreemd vermogen is normaliter beperkter, omdat er sprake is van vaststaande betalingen, van beperkte looptijd en van preferentie boven aandeelhouders bij een eventueel faillissement. Bovendien is rente op schulden in principe aftrekbaar voor de belastingen. Dit alles draagt er toe bij dat bij een gegeven RTV die hoger is dan de kostenvoet van het vreemd vermogen, het meerdere aan de aandeelhouders toekomt, en dus de REV verhoogt ten opzichte van de situatie van financiering met 100% vreemd vermogen.

Dit zogenaamde hefboomeffect (gearing of leverage in de Engelstalige literatuur) zoals dat tot uitdrukking komt bij het berekenen van de REV is slechts een simpel algebraïsch effect dat voortvloeit uit de definities van RTV en REV:

$$\begin{aligned}
 \text{REV} &= \text{winst} / \text{EV} = (\text{bedrijfsresultaat} - \text{rente}) / \text{EV} \\
 &= \text{bedrijfsresultaat} / \text{EV} - \text{rente} / \text{EV} \\
 &= \text{bedrijfsresultaat} / \text{activa} * \text{activa} / \text{EV} - \text{rente} / \text{VV} * \text{VV} / \text{EV} \\
 &= \text{RTV} * (\text{EV} + \text{VV}) / \text{EV} - \text{rente} / \text{VV} * \text{VV} / \text{EV} \\
 &= \text{RTV} + \text{VV} / \text{EV} * (\text{RTV} - \text{rente} / \text{VV})
 \end{aligned}$$

Hieruit zien we hoe, zodra het rendement op de activa (RTV) hoger is dan het rentepercentage op het vreemd vermogen (rente/VV), het meerdere via een hefboomfactor (VV/EV) leidt tot een REV die hoger is dan de RTV. Opgemerkt kan nog worden dat in bovenstaande formule geen rekening wordt gehouden met belastingen.⁴⁸

Het hefboomeffect heeft echter ook een economische interpretatie in de zin dat door toenemend gebruik van vreemd vermogen het risico voor de aandeelhouders toeneemt en zij daarom in principe een hogere rendementseis aan de onderneming zullen stellen. Het vinden van een optimale verhouding tussen eigen en vreemd vermogen is daarom een van de klassieke vraagstukken uit de financieringsliteratuur.

Een belangrijke beperking van solvabiliteitsratio's in historisch perspectief is opnieuw het ontbreken van geconsolideerde jaarrekeningen. Hierdoor blijven de schulden van de dochtermaatschappijen buiten beeld, ondanks dat er vaak sprake zal zijn van formele of informele aansprakelijkheid van de moeder.

Wanneer we voor de Nederlandsche Gist- en Spiritusfabriek dezelfde balansaanpassingen doen als bij de berekening van de RTV (saldering posten Belgische staat, saldering winstuitkering en liquide middelen) dan zien we het volgende:

Eigen vermogen	8855
Vreemd vermogen	3949
Balanstotaal	12804

Met andere woorden, een verhouding eigen/totaal vermogen van 69%. Crediteuren kunnen gerust zijn in de zin dat er een groot overschot is van

activa over verplichtingen, waarbij ook nog eens kan worden aangetekend dat de activa (erg) voorzichtig zijn gewaardeerd. De onderneming is met andere woorden tamelijk conservatief gefinancierd.

Met behulp van deze gegevens kunnen we ook het verband leggen tussen REV, RTV (beide voor tantièmes) en solvabiliteit, als volgt:

$$\begin{aligned} \text{REV (voor belasting)} &= \text{RTV} + \text{VV}/\text{EV} * (\text{RTV} - \text{rente}/\text{VV}) \\ 43\% &= 30\% + 0,45 * (30\% - 14/3949) \end{aligned}$$

Hieruit zien we dat het verschil tussen de REV en de RTV niet zozeer wordt veroorzaakt door een sterke hefboomfactor. Het verschil wordt vooral veroorzaakt doordat verondersteld is dat het grootste deel van het vreemd vermogen (de Belgische staat en de crediteuren) renteloos is, hetgeen een groot verschil met de RTV oplevert.

Ook met deze hefboomformule kan gevarieerd worden. Het is bijvoorbeeld mogelijk om de RTV uit te rekenen op basis van het netto geïnvesteerd vermogen, waarbij we de activa salderen met de kortlopende, bij het bedrijfsproces behorende schulden. In het geval van de Gist- en Spiritusfabriek zijn dit de crediteuren en de (netto-)verplichting aan de Belgische staat, waardoor als vreemd vermogen alleen de kleine resterende obligatielening overblijft. Van enige hefboomwerking is dan nauwelijks sprake meer, en de RTV (41%) is dan nagenoeg gelijk aan de REV.

Het is dus van belang om in te zien dat de hefboomgedachte ons helpt om RTV en REV consistent te definiëren, maar dat het ons niet per se helpt om 'juistere' waarden voor deze ratio's te berekenen: een andere definitie van vermogen leidt zowel tot een andere solvabiliteitsratio (hefboomfactor) als tot een andere RTV, waarbij het doel van de analyse, en de beschikbaarheid van gegevens, de keuze zullen bepalen.

Liquiditeitsratio's

Met liquiditeit wordt in de regel bedoeld het vermogen van de onderneming om te voldoen aan verplichtingen die op korte termijn opeisbaar worden. Hiervoor worden opnieuw balansratio's gebruikt zoals bijvoorbeeld:

$$\begin{aligned} &\text{Vlottende activa (voorraden, debiteuren, liquide middelen) / kortlopende schulden} \\ \text{of} &\text{ Liquide middelen / kortlopende schulden} \end{aligned}$$

In het algemeen geldt dat posten als debiteuren en liquide middelen minder vatbaar zijn voor onderwaardering dan bijvoorbeeld materiële vaste activa, zodat deze ratio's ook in historische jaarrekeningen betrekkelijk eenduidig zijn. Wel moet bedacht worden dat voor de liquiditeit bepaalde niet op de balans voorkomende posten, zoals onbenutte kredietfaciliteiten, van doorslaggevend belang kunnen zijn.

Bij het beoordelen van de liquiditeit van de Nederlandsche Gist- en Spiritusfabriek valt het oog natuurlijk in eerste instantie op de ruime kasmiddelen, maar daarbij moet, zoals gezegd, bedacht worden dat deze op

korte termijn noodzakelijk zijn voor de uitkering van het dividend en de tantièmes. Na correctie hiervoor zien we de volgende verhouding tussen de kortlopende actief- en passiefposten:

Vorraden	2852
Debiteuren	4496
Kasmiddelen	1623
Vlottende activa	8971
Crediteuren	3018
Vlottende passiva	3018
Netto-werkkapitaal	5953

Men kan hierbij verschillende ratio's uitrekenen (vlottende activa/vlottende passiva = 2,9 ; (debiteuren + kasmiddelen) / crediteuren = 2,0) maar de conclusie zal steeds zijn dat we hier te maken lijken te hebben met een onderneming met een sterke liquiditeitspositie.

Marge en omloopsnelheid

We kunnen de analyse van de RTV voortzetten door de ratio te zien als het product van twee andere ratio's, als volgt:

$$\begin{aligned} \text{RTV} &= \text{bedrijfsresultaat} / \text{activa} \\ &= \text{bedrijfsresultaat} / \text{omzet} * \text{omzet} / \text{activa} \end{aligned}$$

De ratio 'bedrijfsresultaat/omzet' kunnen we zien als een (bruto-)winstmarge, de ratio 'omzet/activa' kunnen we zien als een indicator van de omloopsnelheid van de activa: hoeveel keer per boekjaar wordt de waarde van de activa gerealiseerd in de vorm van omzet?

Net als de hefboomformule is deze splitsing van de RTV enerzijds niet meer dan een rekenkundig verband (dat ook werkt wanneer we in plaats van de omzet een willekeurig ander getal nemen), maar toch is er ook sprake van een mogelijke economische interpretatie. Afgezien van boekhoudkundige problemen zouden we verwachten dat de RTV's van de ondernemingen in een economie naar dezelfde waarde tenderen, omdat het kapitaal naar bedrijfstakken stroomt met hoge rendementen. Door toenemende productie in die sectoren daalt vervolgens het rendement weer. Afgezien van verschillen voor risico zouden RTV's dus tamelijk uniform moeten zijn.

Dit geldt echter niet voor de omloopsnelheid en de winstmarge. In sommige bedrijfstakken, bijvoorbeeld de handel, zal het geld verdiend worden door hoge omloopsnelheden maar lage marges op verkochte producten. In andere, kapitaalintensieve sectoren zal de omloopsnelheid lager zijn, maar de marges weer hoger. Structureel gezien verwachten we dus een 'trade-off' tussen deze twee componenten van de RTV. Gebruik van omloopsnelheid en winstmarge leidt dus in principe tot interessantere vergelijkingen tussen ondernemingen, zowel binnen dezelfde bedrijfs-

tak als tussen bedrijfstakken onderling, dan wanneer alleen naar de RTV wordt gekeken.

Deze analyse gebaseerd op de decompositie van de RTV staat in de literatuur bekend als 'DuPont-analyse', naar de gelijknamige Amerikaanse onderneming die in de jaren rond 1920 zeer innovatief was op het gebied van financieel management.

Voor Nederlandse jaarrekeningen is DuPont-analyse doorgaans pas mogelijk in de jaren na de Tweede Wereldoorlog, omdat voor die tijd het omzetcijfer door de meeste ondernemingen niet werd vermeld. Het voorbeeld van de Gist- en Spiritusfabriek kan dan ook op dit punt niet worden voortgezet.

Ratio's gebaseerd op beurskoersen

Voor beursgenoteerde ondernemingen zijn er aanvullende mogelijkheden om de cijfers in de jaarrekening te analyseren. Men kan immers met enige goede wil de beurskoers zien als een taxatie van de waarde van de onderneming, die dus met het eigen vermogen volgens de jaarrekening in verband kan worden gebracht. De belangrijkste ratio's op dit punt zijn:

- De koers/winstverhouding (price-earnings ratio, P/E), gedefinieerd als de koers per aandeel gedeeld door de winst per aandeel
- De koers/boekwaardeverhouding (price to book, P/B), gedefinieerd als de koers per aandeel gedeeld door het eigen vermogen per aandeel.

Uiteraard kan men de ratio's ook berekenen door uit te gaan van totale winst en totaal eigen vermogen zoals opgenomen in de jaarrekening, en totale beurswaarde (beurskoers per aandeel maal het uitstaande aantal aandelen). Tegenwoordig gaat men meestal uit van winst en boekwaarde per aandeel, omdat deze cijfers in de jaarrekening worden vermeld. Hoewel de winst per aandeel een simpel kengetal lijkt, kan de berekening in de praktijk behoorlijk ingewikkeld zijn wanneer er sprake is van een complexe kapitaalstructuur met meerdere soorten aandelen en opties op aandelen. Wanneer men de ratio wil baseren op het gemiddelde aantal uitstaande aandelen gedurende het boekjaar, wat niet onlogisch is, moet rekening worden gehouden met emissies, inkoop van eigen aandelen en stockdividenden. Voor een historische analyse zal vaak een simpeler berekening volstaan.

De interpretatie van beide ratio's is als volgt:

De koers/winstverhouding is in feite een indicatie van (a) de verwachte winstgroei van de onderneming en (b) de vermogenskostenvoet van de onderneming (rendementseis van aandeelhouders). De koers is in principe gebaseerd op de verwachting van toekomstige dividenduitkeringen, die hoger zullen zijn bij een sterkere winstgroei. De huidige waarde van deze toekomstige dividenden is echter lager bij een hogere vermogenskostenvoet. Als we veronderstellen dat de toekomstige groei nul is, krijgen we de vuistregel dat de P/E ratio gelijk is aan de inverse van de rendementseis (een P/E van 10 betekent een rendementseis van 10%).

De koers/boekwaardeverhouding zegt iets over (a) de huidige winstgevendheid van de onderneming en (b) de mate waarin de huidige winstgevendheid representatief is voor de toekomst. Dit is als volgt in te zien: als de REV van de onderneming precies gelijk is aan de rendementseis van de aandeelhouders, zouden we verwachten dat de beurswaarde van de onderneming gelijk is aan het eigen vermogen volgens de jaarrekening ($P/B = 1$). Wanneer de onderneming een hogere REV haalt, verwachten we een $P/B > 1$, en hoger naarmate de verwachting is dat de onderneming de overwinst langer kan volhouden.

In het voorgaande bleek dat de REV niet alleen bepaald werd door de 'echte' winstgevendheid, maar ook door boekhoudkundige factoren, met name voorzichtigheid. In economische zin zouden we verwachten dat een onderneming niet al te lang een REV groter dan de rendementseis kan laten zien, omdat door toetreding van nieuwe concurrenten de rendementen zullen dalen. Voor zover hoge REV's het gevolg zijn van voorzichtige waardering zijn ze echter wel gedurende lange tijd vol te houden. De P/B ratio kan dus ook, met enige voorzichtigheid, gebruikt worden om inzicht te krijgen in de omvang van stille en geheime reserves in de balans.

Ook deze kengetallen zijn voor de Nederlandsche Gist- en Spiritusfabriek niet te berekenen, aangezien de aandelen van deze onderneming in 1922 nog geen beursnotering hadden.

b. Cash flow analyse

Eén manier om het traditionele boekhoudkundige winstbegrip te interpreteren is dat het neerkomt op toerekening van cash flows aan perioden, om zodoende te komen tot een betere maatstaf voor de economische prestaties van de onderneming. Wanneer de onderneming investeert in machines veronderstellen we dat de betalingen op dat moment geen kosten of verliezen zijn. Ze worden op de balans geactiveerd om via afschrijvingen aan toekomstige perioden te worden toegerekend. Omgekeerd is het zo dat bij verkopen op rekening nog geen kasmiddelen zijn ontvangen, maar toch wordt al omzet verantwoord (credit) met een corresponderende boeking op de balans (debiteuren). Op het moment dat het geld daadwerkelijk wordt ontvangen wordt dan uiteraard geen boeking in de resultatenrekening meer gedaan.

Hoeveel er ook te zeggen is voor deze manier van werken, het blijft wel zo dat de winstbepaling op deze manier wel erg afhankelijk wordt van de veronderstellingen die het management maakt over, bijvoorbeeld, de economische levensduur van een machine of de waarschijnlijkheid dat debiteuren ook echt zullen betalen. Vandaar dat er als vanzelfsprekend onder lezers van de jaarrekening een tendens is geweest om weer terug te willen gaan achter het winstcijfer naar de onderliggende kasstromen. Een kasstroomoverzicht is tegenwoordig dan ook een van de vanzelfsprekende onderdelen van de jaarrekening, dat net zo prominent wordt weergegeven als de balans en de winst-en-verlies-

rekening. Kasstroomoverzichten komen in Nederlandse jaarrekeningen pas sporadisch voor vanaf circa 1960, naar Amerikaans voorbeeld.⁴⁹ Voor oudere jaarrekeningen kan men proberen zelf bij benadering een kasstroomoverzicht op te stellen.

Een echt kasstroomoverzicht kan men uiteraard alleen opstellen op basis van gedetailleerde informatie uit de administratie van de onderneming, omdat alleen daaruit de feitelijke kasstromen blijken. Een kasstroomoverzicht bij benadering kan echter worden gebaseerd op de volgende gedachte:

Voor de balans van een onderneming geldt:

$$\text{kasmiddelen} + \text{overige activa} = \text{eigen vermogen} + \text{vreemd vermogen}$$

Zodat:

$$\Delta \text{ kasmiddelen} = \text{netto-kasstroom} =$$

$$\Delta \text{ eigen vermogen} - \Delta \text{ overige activa} + \Delta \text{ vreemd vermogen} =$$

Winst + afschrijvingen

– investeringen in activa

+ overige mutaties eigen vermogen + mutaties vreemd vermogen

Door de mutaties in de balans op deze manier te groeperen zien we in feite een kasstroomoverzicht ontstaan bestaande uit drie soorten kasstromen:

- (1) operationele kasstromen, of kasstroom uit bedrijfsactiviteiten (winst + afschrijvingen)
- (2) investeringskasstroom (investerings in activa)
- (3) financieringskasstromen (mutaties in eigen en vreemd vermogen)

Afhankelijk van de detaillering van de informatie in de jaarrekening en de toelichting kunnen we de verschillende kasstromen nauwkeuriger benaderen. Met name de volgende punten zijn daarbij van belang:

Hoewel ‘winst plus afschrijvingen’ in de praktijk vaak als een snelle benadering van de operationele kasstroom wordt gebruikt, is het wat nauwkeuriger om te spreken over het bedrijfsresultaat gecorrigeerd voor alle ‘non-cash’ componenten. Dit betekent enerzijds dat de rentekosten gezien worden als onderdeel van de financieringskasstromen (en dus weer bij de winst opgeteld moeten worden om de operationele kasstroom te bepalen). Anderzijds moet naast afschrijvingen ook rekening worden gehouden met posten als voorzieningen (waarvan de vorming wel tot kosten leidt maar niet tot kasstromen). Voor de berekening van de operationele kasstroom is het ook zinvol om de mutatie in het werkkapitaal niet te zien als een (des)investeringskasstroom, maar als een onderdeel van de operationele kasstroom. Een toename van de post debiteuren bij gelijkblijvende omzet betekent nu eenmaal dat er op korte termijn minder geld binnenkomt uit de operationele activiteiten.

Een en ander kan weer geïllustreerd worden aan de hand van de gegevens van de Nederlandsche Gist- en Spiritusfabriek:

Exploitatiesaldo	4.556	
Minus betaalde tantièmes	-1.323	
Plus: rente obligaties	14	
Minus: belastingen	<u>- 117</u>	
	3.130	
Mutatie werkkapitaal:		
Afname voorraden	55	
Afname debiteuren	728	
Toename crediteuren	394	
Afname Belgische Staat	<u>-55</u>	
	<u>1.122</u>	
Operationele kasstroom		4.252
Aflossing obligaties	- 74	
Rente obligaties	- 14	
Rentebaten	171	
Dividenden	<u>-1.470</u>	
Financieringskasstroom		-1.387
Aandelen andere ond.	- 115	
Vaste activa	<u>-1.314</u>	
Investeringskasstroom		<u>- 1.199</u>
Mutatie liquide middelen	1.666	
Beginstand kasmiddelen	3.234	
Eindstand kasmiddelen	<u>4.900</u>	
Mutatie		1.666

Toelichting:

- Het is niet nodig het exploitatiesaldo te corrigeren voor de afschrijvingen, omdat deze er al buiten zijn gelaten.
- Er is opnieuw verondersteld dat de tantièmes onderdeel zijn van de operationele kosten. Het bedrag (1.323) is het bedrag over 1921, omdat dit in 1922 is uitgekeerd. Hetzelfde geldt voor de dividenden (1.470).
- De rente over de obligaties is, als boven, een schatting.
- Verondersteld is dat de mutatie in de aandelen in andere ondernemingen een gevolg is van een simpele desinvestering waarbij de opbrengst (115) dan gelijk is aan de daling van de boekwaarde. De mutatie kan ook andere oorzaken hebben, zoals bijvoorbeeld een afboeking wegens verliezen. In dat geval zou het verlies ook in het exploitatiesaldo zijn verwerkt, en is de schatting van de operationele kasstroom te laag en die

van de investeringskasstroom te hoog. Bij gebrek aan nadere gegevens is het echter niet zinvol om andere veronderstellingen te maken.

– De mutatie in de vaste activa is gelijk aan de mutatie in de netto-boekwaarde op de balans plus de afschrijvingen. Ook kan de schatting van de kasstromen in principe verstoord worden door zaken als boekwinsten of –verliezen op verkochte activa, herwaardering van activa en dergelijke, maar daarvoor zijn hier geen duidelijke aanwijzingen.

– Het sluitend krijgen van een kasstroomoverzicht kan soms een probleem opleveren wanneer er sprake is van ondoorzichtige mutaties in het eigen vermogen. In dit voorbeeld doet dat zich niet voor, maar het zou kunnen dat, bijvoorbeeld, bepaalde dotaties aan reserves als kosten in het exploitatiesaldo worden verwerkt of dat onttrekkingen aan reserves plaatsvinden die juist niet het resultaat worden verwerkt. In dergelijke gevallen zit er soms niets anders op dan ergens in het kasstroomoverzicht een restpost op te nemen, gebaseerd op de best mogelijke taxatie van de aard van het verschil.

Hoewel een dergelijk kasstroomoverzicht natuurlijk geen informatie kan openbaren die al niet in de balans en winst-en-verliesrekening is opgesloten, kan het soms toch wel een verhelderende manier zijn om deze gegevens anders te rangschikken. In dit geval versterkt het kasstroomoverzicht het beeld dat ook uit de ratio-analyses bleek van een financieel sterke onderneming. De bedrijfsactiviteiten genereren ruim voldoende kasmiddelen om flinke investeringen te kunnen bekostigen (circa 10% van de aanschafwaarde van de bestaande activa) en om een aanzienlijk dividend uit te keren, waarna per saldo de kasmiddelen nog steeds stijgen. Vanuit dit licht gezien is het dus niet zo verrassend dat, zoals eerder werd geconstateerd, de onderneming zeer conservatief is gefinancierd: de rijkelijk vloeiende kasmiddelen maken het ook niet echt nodig om een beroep te doen op vreemd vermogen. Tegenwoordig zou een dergelijke onderneming waarschijnlijk rijp zijn voor een ‘leveraged buy-out’, een met geleend geld gefinancierde overname waarbij de overnemers hun winst behalen door de onderneming met meer schuld, maar nog steeds een positieve waarde, weer door te verkopen. In dat licht is het wel interessant om op te merken dat de directie van de Gist- en Spiritusfabriek in 1923 overging tot opbouwen van een beschermingsconstructie door middel van prioriteitsaandelen, nadrukkelijk gericht op het voorkomen van een overval.⁵⁰

Afsluitende opmerkingen

Het is mogelijk om het bovenstaande met gemengde gevoelens te lezen. Enerzijds is het kennelijk zo dat er aan historische jaarrekeningen, ook al zijn ze erg eenvoudig in vergelijking met de hedendaagse praktijk, toch heel wat te analyseren valt. Anderzijds moet worden opgemerkt dat aan

die analyses vaak veel en soms zeer aanvechtbare veronderstellingen ten grondslag liggen. De vraag naar de betekenis van jaarrekeningen als historische bron is daarmee eenvoudigweg niet eenduidig te beantwoorden: te veel hangt af van de specifieke omstandigheden van het geval.

Ook blijft natuurlijk de vraag van belang waarvan de jaarrekening geacht wordt een bron te zijn. Als het antwoord op die vraag beperkt blijft tot objectieve financiële gegevens, dan is teleurstelling onvermijdelijk. Objectivering van de 'performance' van een onderneming is bijna per definitie niet mogelijk. Eén reden daarvoor is dat de evaluatie van de prestaties van een 'going concern' afhangt van verwachtingen over de toekomst: is een uitgave in het lopende boekjaar een regelrecht verlies, of juist een investering die waarde creëert in de toekomst? Is een winststijging dit jaar goed nieuws, of is het een gevolg van kortzichtige kostenbesparing? Een andere reden van het gebrek aan objectiviteit zijn de belangentegenstellingen rond de onderneming. Het bepalen van vermogen en resultaat is geen vrijblijvende aangelegenheid, maar heeft reële economische gevolgen, variërend van dividenduitkeringen en beslissingen over leningen tot CAO-onderhandelingen en het afkomen van monopoliewinsten door extra belastingheffing.

Wanneer men deze gedachtegang verder doorzet kan men tot de conclusie komen dat een jaarrekening helemaal niet gezien moet worden in technische, objectiverende termen zoals meten en waarderen, maar dat de cijfers in de jaarrekening niet meer zijn dan sociale constructen die de bestaande machtsverhoudingen rond de onderneming weerspiegelen. De jaarrekening is in die optiek vooral een instrument om bestaande machtsverhoudingen in stand te houden en te legitimeren.⁵¹ Ook al gaat men niet helemaal mee in deze gedachte, dan blijft het toch instructief om een jaarrekening soms ook eens wat meer holistisch te bekijken, als een statement van de ondernemingsleiding, in plaats van als een verzameling cijfers die slechts wachten op opname in een database.

Een goed voorbeeld is de balans van het beursgenoteerde Heemaf uit 1962 (zie afbeelding 8). Deze onderneming heeft de techniek van de stille reserve in extreme mate doorgevoerd door nagenoeg alle vaste activa tegen *f* 1,- te waarderen. Uiteraard is deze jaarrekening niet of nauwelijks bruikbaar voor het type financiële analyse dat in dit hoofdstuk werd beschreven. In feite zijn er helemaal geen cijfers over deze activa, ondanks dat de optelling tot een subtotaal van *f* 12,- het tegendeel suggereert. Maar wat de jaarrekening wel biedt is een prachtig inzicht in de manier waarop het management de onderneming aan de buitenwereld meent te moeten presenteren. De jaarrekening laat zien dat allerlei fundamentele veranderingen die zich sinds de Tweede Wereldoorlog in het bedrijfsleven hebben voltrokken – transparantie en accountability, de disciplinerende dominantie van de kapitaalmarkt, de transformatie van degelijkheid en stabiliteit van deugden tot strategische zwakheden – voor deze onderneming in dat jaar nog heel ver weg waren. Daarmee hoort deze jaarrekening zeker tot het historische bronnenmateriaal, ook al zijn de cijfers onbruikbaar.

Bijlage A**VERKLARENDE WOORDENLIJST**

Deze lijst bevat een korte uitleg van begrippen op het gebied van boekhouden en verslaggeving die in dit broncommentaar voorkomen. Bij het bestuderen van jaarrekeningen kan men uiteraard veel meer technische begrippen tegenkomen. Bedacht moet worden dat begrippen zoals 'netto-winst' niet altijd eenduidig of consistent worden gebruikt, mede doordat lange tijd geen sprake was van enige vorm van standaardisatie of regelgeving. Ook moet rekening worden gehouden met veranderende betekenissen die aan begrippen worden toegekend, zoals in het geval van 'reserves'. Voor dit alles moet worden verwezen naar de vakliteratuur uit de betreffende periode (zie ook bijlage D).

activa	(1) Productiemiddelen en andere bezittingen van de onderneming, in enkelvoud ook aangeduid als activum of actiefpost. (2) Aanduiding van de gehele debetzijde van de balans.
activeren	Het boeken van een uitgave door het debiteren van een rekening van bezit in plaats van door het debiteren van een kostenrekening. Meer algemeen: het opnemen van een post op de debetzijde van de balans.
actuele waarde	(1) In tegenstelling tot historische kostprijs: elke boekwaarde die gebaseerd is op de huidige waarde in het economisch verkeer. (2) Een specifieke waardingsgrondslag gebaseerd op vervangingswaarde, kenmerkend voor de Nederlandse bedrijfseconomie van de twintigste eeuw.
afschrijven	Het verminderen van de boekwaarde van een bezitting (activum, actiefpost) door, al dan niet op systematische basis, de betreffende rekening te crediteren en de winst-en-verliesrekening, via een kostenrekening, te debiteren.
afschrijvingen	(1) Afschrijvingskosten in de zin van de in een boekjaar ten laste van de winst gebrachte bedragen. (2) Het totaal van de afschrijvingen over een reeks van jaren op een bepaalde actiefpost.

balans	Staat van bezittingen (activa), meestal links, eigen vermogen en vreemd vermogen (samen ook passiva), meestal rechts. Altijd in evenwicht omdat het eigen vermogen boekhoudkundig als sluitpost fungeert.
bedrijfsresultaat	Tussentelling in de winst-en-verliesrekening of resultatenrekening waarbij het saldo van baten en lasten uit de eigenlijke bedrijfsuitoefening wordt weergegeven, dus vóór aftrek van bijvoorbeeld rentelasten en belastingen. Aan het begrip wordt in de praktijk een sterk wisselende inhoud gegeven. Traditioneel ook soms brutowinst genoemd.
boekhouden	(1) Elke vorm van financiële administratie. (2) Kort voor dubbel boekhouden.
boeking	Het registreren van een transactie of gebeurtenis, hetzij in het grootboek, hetzij in het journaal.
boekwaarde	Het bedrag waartegen een post, in het bijzonder een balanspost, is opgenomen in de jaarrekening.
conservatisme	Zie voorzichtigheid.
consolideren	Het samenvoegen van de jaarrekeningen van afzonderlijke ondernemingen of rechtspersonen die met elkaar verbonden zijn, zodanig dat de jaarrekening wordt getoond alsof sprake was van één onderneming of rechtspersoon.
credit	Aanduiding van de rechterzijde van een grootboekrekening, balans of winst-en-verliesrekening in traditionele T-opstelling.
crediteren	Boeken van een bedrag aan de creditzijde van een grootboekrekening. Betekent vaak: (1) afname van bezittingen (activa), (2) toename van verplichtingen of (3) toename van eigen vermogen door het boeken van opbrengsten.
crediteuren	(1) Partijen aan wie de onderneming een schuld heeft. (2) Deze schulden getoond als verplichtingen (passiva) op de balans.

debet	Aanduiding van de linkerkzijde van een grootboekrekening, balans of winst-en-verliesrekening in traditionele T-opstelling.
debiteren	Boeken van een bedrag aan de debetzijde van een grootboekrekening. Betekent vaak: (1) toename van bezittingen (activa), (2) afname van verplichtingen of (3) afname van eigen vermogen door het boeken van kosten.
debiteuren	(1) Partijen op wie de onderneming een vordering heeft. (2) Deze vorderingen getoond als bezittingen (activa) op de balans.
deelneming	Een belang van een onderneming in het kapitaal van een andere onderneming, doorgaans in de vorm van bezit van aandelen. Wordt soms specifiek gebruikt voor relatief kleine belangen, in tegenstelling tot dochtermaatschappij.
dividend	Winstuitkering aan aandeelhouders.
dochter (-maatschappij)	Een deelneming waarvan de moedermaatschappij alle of een groot deel van de aandelen houdt.
dubbel boekhouden	Wijze van boekhouden waarbij elke transactie of gebeurtenis wordt verwerkt door zowel een of meer rekeningen te debiteren als een of meer rekeningen voor een gelijk bedrag te crediteren. Deze wijze van boeking dwingt af dat elke transactie of gebeurtenis direct geïnterpreteerd wordt voor wat betreft de gevolgen voor winst of verlies.
effecten	Waardepapieren als aandelen en obligaties.
eigen vermogen	(1) Sluitpost van de balans, die per definitie in evenwicht is omdat het eigen vermogen periodiek verandert met het saldo van de mutaties in alle andere balansposten. (2) Benaming van een deel van de creditzijde van de balans, met name die posten die niet het karakter van verplichtingen aan derden hebben.
geconsolideerde jaarrekening	Zie consolideren.

geheime reserve	Een bewust voorzichtige voorstelling van het eigen vermogen, hetzij door te lage waardering van activa, hetzij door te hoge waardering van verplichtingen, waarvan de lezer niet door aanwijzingen in de jaarrekening op de hoogte kan zijn.
grootboek	Historisch: gebonden boek waarin telkens op een dubbele bladzijde de debet- (links) en creditboekingen (rechts) van de afzonderlijke grootboekrekeningen genoteerd werden. Algemeen: de administratie, ongeacht de vorm, waarin de informatie wordt verzameld waaraan balans en winst-en-verliesrekening worden ontleend.
historische kostprijs	Grondslag voor balanswaardering van een post, waarbij de kostprijs als uitgangspunt dient. De waardering op enig moment kan hiervan afwijken, met name omdat op de oorspronkelijke kostprijs is afgeschreven. Wordt gebruikt in tegenstelling tot andere waarderingsgrondslagen zoals vervangingswaarde.
immateriële activa	Activa zonder fysieke gedaante zoals patenten, vergunningen, merken, goodwill en dergelijke. Naar hun aard zijn dit doorgaans vaste activa.
jaarrekening	Balans, winst-en-verliesrekening, eventueel met toelichting.
jaarverslag	Jaarlijkse publicatie waarin naast de jaarrekening meestal ook andere onderdelen zoals een verslag van de directie zijn toegevoegd.
journaal	Historisch: afzonderlijk en dagelijks bijgehouden boek waarin de debet- en creditboekingen werden uitgeschreven op het moment dat transacties en gebeurtenissen zich voordeden. Periodiek werden deze boekingen dan overgenomen in het grootboek. Tegen het einde van de negentiende eeuw is het afzonderlijke journaalboek bij veel ondernemingen vervangen door andere vormen van administratie.
journaalpost	(1) Registratie van een transactie of gebeurtenis in het journaal met gelijke totalen voor debet- en creditboekingen. (2) Elke boeking met gelijke bedragen voor debet en credit in het grootboek, ook al wordt de administratie niet met behulp van een journaal gevoerd.

kapitaal	(1) In juridische zin: het bedrag aan aandelen dat een naamloze vennootschap volgens de statuten kan uitgeven (maatschappelijk kapitaal) of feitelijk aan aandeelhouders heeft uitgegeven (geplaatst of gestort kapitaal). (2) Het gehele eigen vermogen als het bedrag waar aandeelhouders aanspraak op kunnen maken. (3) Soms in bedrijfseconomische zin: de concrete bezittingen waarin het vermogen van de ondernemingen is geïnvesteerd.
kapitaalgoederen	Traditionele aanduiding van vaste activa. Zie ook kapitaal (3).
kasstroom	Het saldo van kasontvangsten en –uitgaven in een periode, en de samenstellende delen van dat saldo.
kasstroomoverzicht	Overzicht van kasstromen, na de Tweede Wereldoorlog steeds vaker voorkomend onderdeel van de jaarrekening. Ook middel van jaarrekeninganalyse.
kostprijs	(1) De prijs waartegen een bezitting (activum) is verworven. (2) De totale kosten van het voortbrengen van de in een periode verkochte of geproduceerde goederen. Zie ook historische kostprijs.
liquide middelen	Kasgeld en direct beschikbare banktegoeden. Soms ook andere activa die snel en zonder kosten in geld kunnen worden omgezet, zoals zeer kortlopende beleggingen.
liquiditeit	Het vermogen van de onderneming om op korte termijn aan verplichtingen te kunnen voldoen.
materiële activa	Activa, zowel vlottende als vaste activa, met fysieke gedaante, zoals voorraden, gebouwen en machines.
obligatie	In (doorgaans verhandelbaar) schuldpapier belichaamde lening.
passiva	(1) Posten van eigen en vreemd vermogen, in enkelvoud ook aangeduid als passivum of passiefpost. (2) Aanduiding van de gehele creditzijde van de balans.

post	(1) Regel in een balans of winst-en-verliesrekening. Geeft het saldo weer van één of een aantal samengevoegde grootboekrekeningen. (2) Journaalpost (zie aldaar).
realisatie	Traditionele voorwaarde om baten in de winst-en-verliesrekening te verantwoorden. Bedoeld is dat de bate zeker is, bijvoorbeeld door het plaatsvinden van feitelijke verkooptransactie. Een waardestijging van een nog niet verkocht actief heet daarom 'ongerealiseerd'. Uit oogpunt van voorzichtigheid worden ongerealiseerde verliezen vaak wel in de winst-en-verliesrekening verantwoord.
rekening	(1) Financiële verantwoording door een cijferopstelling ('rekening en verantwoording', 'jaarrekening'). (2) Grootboekrekening: bladzijde in het grootboek of onderdeel van een andere vorm van administratie waar boekingen met betrekking tot een specifieke post (bezitting, schuld, bate, last) worden geregistreerd.
rekeningschema	Alle grootboekrekeningen uit een administratie, voorgesteld als een logisch samenhangend geheel.
reserve	(1) Bedrag aan geldmiddelen of beleggingen dat met een bepaald doel wordt aangehouden en dus aan de debetzijde van de balans voorkomt. In die zin ook: belegde reserve. (2) Post aan de creditzijde van de balans waarmee wordt aangegeven dat een deel van het eigen vermogen niet voor uitkering aan aandeelhouders beschikbaar is maar wordt aangehouden voor andere doeleinden zoals vervanging van activa. In deze zin sinds midden twintigste eeuw aangeduid als 'voorziening' wanneer sprake is van een feitelijke of potentiële verplichting. (3) Deel van het eigen vermogen van de onderneming dat door voorzichtige waardering niet in de balans tot uitdrukking wordt gebracht (zie stille en geheime reserve).
resultatenrekening	Sinds midden twintigste eeuw gangbare benaming voor winst-en-verliesrekening in de gepubliceerde jaarrekening.

saldo	Het verschil tussen de totale debet- en creditboekingen op een rekening. Wordt bij sluiten van het grootboek overgeboekt naar een verzamelrekening (zoals de winst-en-verliesrekening) in hetzelfde grootboek, of naar een nieuwe rekening in een nieuw grootboek voor het volgende jaar.
solvabiliteit	Het vermogen van de onderneming om op langere termijn aan de verplichtingen te kunnen voldoen. Vaak afgemeten aan de verhouding van eigen tot vreemd vermogen.
stelselwijziging	Verandering in de grondslag van waardering van balansposten en/of bepaling van het resultaat.
stille reserve	Een voorzichtige voorstelling van het eigen vermogen, hetzij door een te lage waardering van bezittingen of te hoge waardering van schulden, waar de lezer wel door aanwijzingen in de jaarrekening of de toelichting op geattendeerd wordt.
tantième	Resultaatafhankelijke uitkering aan bestuurders, commissarissen of werknemers.
toelichting	Bijlage bij balans en winst-en-verliesrekening in een jaarrekening waarin waarderingsgrondslagen uiteen worden gezet en aanvullende informatie wordt gegeven over samenstelling en verloop van afzonderlijke posten.
vaste activa	Activa (bezittingen, productiemiddelen) die de onderneming voor langere tijd aanhoudt en die daarom naar verwachting gedurende meerdere boekjaren op de balans van de onderneming zullen worden opgenomen.
vermogen	(1) Kort voor 'eigen vermogen', in die zin soms synoniem voor kapitaal. (2) Kort voor totaal van 'eigen en vreemd vermogen', in die zin soms juist gebruikt in tegenstelling tot kapitaal: 'vermogen' geeft de middelen aan waaruit de bezittingen (het kapitaal) zijn gefinancierd.
vervangingswaarde	Grondslag voor de bepaling van de boekwaarde van activa, in Nederland op vrij grote schaal toegepast van het midden tot het eind van de twintigste

	<p>eeuw. Doorgaans bepaald als huidige marktprijs, nieuwwaarde of bouwkosten, met verminderd afschrijvingen op basis van de feitelijke levensduur.</p>
vlottende activa	<p>Activa (bezittingen, productiemiddelen) die op korte termijn, doorgaans minder dan een jaar, zullen worden verkocht of anderszins in contant geld worden omgezet.</p>
vlottende passiva	<p>Passiva (verplichtingen) met een korte looptijd, doorgaans minder dan een jaar.</p>
voorzichtigheid	<p>Ook: conservatisme. Bewuste tendens bij het opstellen van de jaarrekening om baten en bezittingen enerzijds en lasten en verplichtingen anderzijds ongelijk te behandelen. Doel is om een te gunstige voorstelling van het vermogen en resultaat in elk geval te vermijden, terwijl een te ongunstige voorstelling tot op zekere hoogte als acceptabel of wenselijk wordt gezien.</p>
voorziening	<p>(1) Post aan de creditzijde van de balans die een onzekere of mogelijke toekomstige verplichting aangeeft. (2) De kostenpost (debetboeking) in de winst-en-verliesrekening waarmee een voorziening op de balans gevormd wordt.</p>
waardering	<p>Boekhoudkundig: het bepalen van de boekwaarde van een balanspost, bijvoorbeeld door afschrijvingen, waarbij deze boekwaarde niet noodzakelijk samenvalt met de waarde van de onderliggende bezittingen of schulden in het economisch verkeer.</p>
werkkapitaal	<p>Met name in de financiële analyse gangbare aanduiding van de vlottende activa en de vlottende passiva, dan wel het saldo daarvan.</p>
winst-en-verliesrekening	<p>Zonder onderscheid in betekenis ook: verlies-en-winstrekening. (1) Grootboekrekening waarnaar de saldi van alle rekeningen van baten en lasten worden overgebracht bij sluiting van de boeken. (2) Staat in de jaarrekening waarin de inhoud van deze rekening wordt gepresenteerd als overzicht van resultaten gedurende het boekjaar. In die zin ook: resultatenrekening.</p>

Bijlage B

VINDPLAATSEN

De belangrijkste collectie historische jaarverslagen van Nederlandse ondernemingen bevindt zich bij het Nederlands Economisch-Historisch Archief (NEHA). Na overname, in 2005, van een omvangrijke verzameling jaarverslagen afkomstig van de Erasmus Universiteit Rotterdam omvat de collectie nu volgens opgave van het NEHA jaarverslagen van circa 9.000 ondernemingen. Via de online catalogus, beheerd door het IISG (www.neha.nl), kan op ondernemingsnaam gezocht worden.

Kleinere collecties jaarverslagen, hoofdzakelijk of uitsluitend van beursgenoteerde ondernemingen, worden beheerd door de Stichting Vereniging voor de Effectenhandel (www.stichtingvvd.nl) en de universiteitsbibliotheken van de Vrije Universiteit Amsterdam en de Universiteit van Tilburg (www.uvt.nl). De collectie van de Vrije Universiteit concentreert zich op de periode van 1945 tot heden en is ontsloten via een afzonderlijke ingang op de website van de bibliotheek (www.ubvu.vu.nl). De collectie van de Universiteit van Tilburg bestaat hoofdzakelijk uit jaarverslagen uit de periode 1910-1993. De collectie is ontsloten via de algemene catalogus (www.utv.nl, bibliotheek).

Verder zijn historische jaarverslagen te vinden in een groot aantal archieven, zoals gemeentelijke en provinciale archieven, en uiteraard in door ondernemingen zelf beheerde archieven. Het geven van een overzicht hiervan valt buiten het bestek van deze publicatie. Volstaan wordt met een verwijzing naar het BedrijfsArchieven Register Nederland (BARN, zie www.neha.nl/barn).

Bijlage C

GEDRUKTE EN DIGITALE BRONNEN

Sinds de negentiende eeuw zijn verschillende uitgaven verschenen waarin informatie uit jaarrekeningen, al dan niet in samengevatte vorm, is opgenomen. Zonder aanspraak te maken op volledigheid kunnen de volgende gedrukte en digitale bronnen in globale chronologische volgorde worden genoemd:

- Het *Amsterdamsch Effectenblad* verscheen van 1843 tot 1943, en is voor de periode vóór circa 1880 waarschijnlijk de belangrijkste bron van jaarrekeninginformatie in Nederland. Gepubliceerd worden balansen en winst-en-verliesrekeningen, met teksten uit directieverslagen. Aan de selectie van ondernemingen liggen geen duidelijke criteria ten grondslag. Overeenkomstig de samenstelling van de populatie beursgenoteerde ondernemingen uit die periode domineren de spoorwegmaatschappijen.
- *Van Nierop & Baak's Naamlooze Vennootschappen*: onder enigszins verschillende titels en in wisselend formaat (jaarboek, in kaartvorm en in de vorm van basisboek met jaarlijkse supplementen) verschenen tussen 1882 en 1948. Doel van deze publicatie was het weergeven van de belangrijkste statutaire informatie over alle Nederlandse naamloze vennootschappen. Tevens werden recente balansen en winst-en-verliesrekeningen afgedrukt, aanvankelijk voor zover beschikbaar later, bij de grote toename van het aantal naamloze vennootschappen, meer selectief. Voor de periode 1880-1900 is van Nierop & Baak een unieke bron om snel toegang te krijgen tot financiële informatie van een groot aantal ondernemingen. De jaarrekeningen worden in het algemeen weergegeven conform het origineel, zonder of met beperkte samenvoeging van posten.
- *Van Oss' Effectenboek*: onder enigszins verschillende titels verschenen van 1903 tot 1978, in boekvorm tot en met 1968, van 1969 tot 1978 in losbladig formaat. De opzet van deze publicatie was om beknopte informatie te verstrekken over ondernemingen met in Nederland genoteerde, of ook wel incurant verhandelde, effecten. Met name voor de periode tot aan de Tweede Wereldoorlog betekende dit dat ook informatie werd gegeven over veel buitenlandse ondernemingen. Wat Nederland betreft beperkte het Effectenboek zich niet alleen tot op winst gerichte ondernemingen, maar werd ook, in wisselende mate, informatie gegeven over niet op winst gerichte instellingen, zoals ziekenhuizen, met verhandelbare obligaties. De verstrekte informatie omvat beknopte statutaire informatie, gegevens over bestuurders en commissarissen, belangrijke gebeurtenissen zoals fusies en reorganisaties, koersgegevens en dividenden, en beknopte balansen en winst-en-verliesrekeningen. De mate van beknoptheid waarmee de jaarrekening wordt weergegeven wisselt enigszins, maar in het

algemeen volgt het Effectenboek de gepubliceerde jaarrekening vrij nauwkeurig. Samenvoeging van posten komt slechts beperkt voor. Voor kennis van de financiële verslaggeving in de eerste helft van de twintigste eeuw is het Effectenboek een zeer belangrijke bron.

– Veel informatie over jaarrekeningen uit het interbellum is te vinden in *De Kroniek*, een tweewekelijks tijdschrift uitgegeven van 1923 tot 1940 door de accountant A. Sternheim. Men zou dit een tijdschrift over toegepaste jaarrekeninganalyse kunnen noemen. Sternheim beschikte door zijn analyses van jaarrekeningen voor De Telegraaf een belangrijke verzameling bedrijfsstatistieken opgebouwd, die de basis vormde voor zijn publicaties in *De Kroniek*. Het tijdschrift bevatte artikelen over individuele ondernemingen en over bedrijfstakken, ondersteund met grafieken en tabellen waarin de meerjarige ontwikkeling in de bedrijfscijfers werd geanalyseerd. In de *De Kroniek* worden veel jaarrekeningen weergegeven, maar meestal in enigszins gestandaardiseerde vorm. De *Kroniek* is dus niet in de eerste plaats van betekenis als bronnenuitgave, maar wel vanwege het kritisch commentaar en de cijferanalyses, die van grote betekenis kunnen zijn bij het appreciëren van de betreffende jaarrekeningen als historische bronnen.

– Van 1987/88 tot en met 2001 verscheen het *Jaarboek van Nederlandse Ondernemingen*. Deze jaarlijkse publicatie bevatte sterk gestandaardiseerde vijf-jarenreeksen van jaarrekeningen en kengetallen van Nederlandse ondernemingen waarvan de aandelen in Amsterdam genoteerd waren. Deze gegevens lenen zich goed voor globale analyses en bedrijfsvergelijkingen. De gemaakte keuzes bij het standaardiseren van balansen en resultatenrekeningen zijn gestandaardiseerd worden niet altijd duidelijk toegelicht. Cijfers van eerdere jaren in meerjarenreeksen worden meestal aangepast voor stelselwijzigingen, maar ook hierover is alleen duidelijkheid te verkrijgen door vergelijking met de onderliggende jaarrekeningen.

– *Company.info* is een digitale informatiedienst met informatie over circa 2 miljoen Nederlandse organisaties. De aangeboden informatie bevat naast gestandaardiseerde jaarrekeninginformatie ook full-text jaarverslagen, die in de regel niet verder teruggaan dan 1993. Deze database is niet nadrukkelijk ontwikkeld voor historisch onderzoek.

– Bureau Van Dijk Electronic Publishing beheert een database met financiële informatie van zowel Nederlandse als buitenlandse ondernemingen. Op basis hiervan wordt een reeks producten aangeboden. Het productaanbod en de productkenmerken worden geregeld bijgesteld. Het databaseproduct REACH wordt als sinds de jaren negentig aangeboden en omvat de gegevens van ruim 1,5 miljoen Nederlandse ondernemingen opgenomen. Ook in andere databaseproducten van Bureau Van Dijk zijn Nederlandse ondernemingen opgenomen. De database AMA-DEUS, bijvoorbeeld, is in zekere zin een Europese versie van REACH, zij het dat de financiële sector hierin ontbreekt. In de databases van Bureau Van Dijk worden de gegevens uit de jaarrekening in gestandaardiseerde

vorm opgenomen. Dit betreft hoofdzakelijk gegevens uit balans en resultatenrekening. De mate waarin gerapporteerde cijfers zijn bijgesteld voor stelselwijzigingen en andere veranderingen is niet altijd makkelijk te bepalen. Bij sommige producten of modules zijn ook de onderliggende jaarrekeningen in pdf-formaat toegankelijk. Hoewel REACH als sinds de jaren negentig wordt aangeboden, krijgt de gebruiker in de regel slechts toegang tot cijfers over de laatste tien jaar. Gegevens van ondernemingen die niet langer actief zijn blijven daarom slechts beperkt toegankelijk.

- De Compustat familie van databases is begonnen als Noord-Amerikaanse database, maar omvat inmiddels ook informatie over ondernemingen wereldwijd. Het zwaartepunt ligt op beursgenoteerde ondernemingen. Voor Nederlandse ondernemingen gaan de gegevens in de regel niet verder terug dan de jaren '80. Afhankelijk van het type abonnement maken de Compustat databases niet alleen cijfers uit de primaire financiële overzichten toegankelijk, maar ook een vrij breed scala van gegevens uit de toelichting. Bij de ontwikkeling van het Compustat productenpakket wordt nadrukkelijk rekening gehouden met de academische markt, hetgeen onder andere betekent dat relatief veel aandacht wordt gegeven aan het toegankelijk maken van historische informatie. De database bevat zowel oorspronkelijke cijfers ('as reported') bevat, als eventuele latere bijstellingen ('restated').

Bijlage D

LITERATUUR

Een uitgebreid en recent overzicht van de internationale stand van zaken op het gebied van onderzoek naar comptabele geschiedenis in brede zin is te vinden in Edwards en Walker (2009). Voor de geschiedenis van het boekhouden in Nederland blijven we vooralsnog vooral aangewezen op oudere studies, met name van de Waal (1927) en ten Have (1933), die gezamenlijk de zestiende tot en met de achttiende eeuw beslaan. Het wachten is nog steeds op voortzetting van deze reeks tot in de negentiende eeuw.

Bij gebrek aan een goede historische bibliografie van vaktechnische literatuur op het gebied van boekhouden, verslaggeving en accountancy is het niet zo eenvoudig om te verwijzen naar toonaangevende leerboeken of naslagwerken die gebruikt zouden kunnen worden om termen of geconstateerde praktijken in historische jaarrekeningen na te zoeken. De volgende publicaties zijn wellicht toch bruikbaar voor dit doel: Oudshoff's Handboek (1833, gevolgd door verschillende edities in elk geval tot 1876) was waarschijnlijk een van de belangrijkste Nederlandse boekhoudleerboeken in de negentiende eeuw, maar wel met een traditioneel sterke focus op de handelonderneming. Het Praktisch boekhouden van Kreukniet (1895) markeerde de overgang naar een meer moderne benadering. Dit leerboek bleef, in verschillende edities, in gebruik tot na de Tweede Wereldoorlog. Daarna volgde opnieuw een moderniseringsslag met de opkomst van de zogenaamde 'moderne bedrijfsadministratie', waar het leerboek van Diepenbroek (1947) in elk geval tot het eind van de jaren vijftig voor model kan staan. Voor meer recente jaren is een breed scala aan leerboeken beschikbaar. Enige kennis van technische begrippen uit de wereld van handel en financiën kan ook van belang zijn bij het lezen van de jaarrekening. Het woordenboek van Weeveringh (1888) is omvangrijk maar niet algemeen beschikbaar. Wel in veel bibliotheken beschikbaar is het leerboek van Speerstra (1932) over organisatie en techniek van de handel dat in een dertigtal edities onder verschillende namen tot in de jaren negentig is blijven verschijnen.

De opkomst van de externe financiële verslaggeving in Nederland in de tweede helft van de negentiende eeuw wordt behandeld in de Vries (1983) en Camfferman (2000). Van Slooten (1900) blijft van belang als de eerste grondige bespreking van de functie van de gepubliceerde jaarrekening in Nederland. Tevens biedt dit een goede ingang tot de relevante literatuur van de late negentiende eeuw. De geschiedenis van de Nederlandse regelgeving op het gebied van externe verslaggeving in de negentiende en twintigste eeuw, tot het begin van de jaren negentig, wordt

uitgebreid behandeld in Zeff et al. (1992). Van der Tas (1992) is een goede inleiding op de betekenis van het Europese programma van verslaggevingsharmonisatie. De betekenis van het IASC voor de verslaggeving sinds circa 1970 wordt in het algemeen besproken in Camfferman en Zeff (2007) en specifiek wat betreft Nederland in Camfferman (2009a). Enig inzicht in de praktijk van de verslaggeving van beursgenoteerde ondernemingen kan worden ontleend aan de onderzoeken van Van den Brand (2005), met vergelijkingen tussen Nederland en België in de negentiende en twintigste eeuw, en Camfferman (1997), over de periode 1945-1983.

Het standaardwerk over de geschiedenis van het accountantsberoep in Nederland tot 1935 is de Vries (1985). Het vervolg, met nadruk op de periode tot circa 1970, komt aan de orde in De Hen et al. (1995) De rol van Limperg als spilfiguur in de relatie tussen het accountantsberoep, de Nederlandse bedrijfseconomische traditie en de Nederlandse verslaggeving wordt onder andere besproken in Camfferman (1994a) en Camfferman en Zeff (1994).

Uiteraard zijn er grote verschillen in de manier waarop en de intensiteit waarmee gegevens uit jaarrekeningen gebruikt worden in historisch onderzoek. Het is dan ook niet mogelijk om meer dan een aantal voorbeelden te geven. Hoewel strikt genomen niet bedoeld als historische studies, zijn van Brackel (1919) en Meij (1946) toch interessant als vroege voorbeelden van bedrijfseconomische studies op basis van tijdreeksen van jaarrekeninggegevens. Met name Meij gaat daarbij vrij uitvoerig in op de beperkingen van jaarrekeningen uit de jaren twintig tot veertig. Er zijn ook recentere voorbeelden te noemen van bedrijfshistorische studies waarin jaarrekeninginformatie een relatief belangrijke plaats in het bronnenmateriaal inneemt. Arnoldus (2002) maakt gebruik van gegevens over winst en kapitaal in haar vergelijking van zes familieondernemingen in de levensmiddelenbranche tussen 1880 en 1970. Van de Laar (1991) maakt gebruik van cash flow berekeningen bij de analyse van de financieringspolitiek van Rotterdamse bedrijven in de jaren veertig en vijftig van de twintigste eeuw. Ook in de bedrijfsgeschiedenis van CSM door Sluyterman (1995) spelen cash flow analyses een belangrijke rol.

Goede, praktisch gerichte, recente leerboeken op het gebied van jaarrekeninganalyse zijn Palepu en Healy (2007) en Stickney et al. (2007). Penman (2007) heeft een iets theoretischer invalshoek, wat wel van belang kan zijn bij het goed doordenken van de economische betekenis van allerlei ratio's. Wie zich echt grondig wil verdiepen in de economische betekenis van jaarrekeninginformatie kan terecht bij de klassieke behandeling van Edwards et al. (1987) of het leerboek voor gevorderden van Christensen en Demski (2003).

Voor historisch onderzoek kan het ook nuttig zijn kennis te nemen van oudere literatuur op het gebied van jaarrekeninganalyse. Voor de Tweede Wereldoorlog blijft dit wat Nederland betreft hoofdzakelijk beperkt tot handleidingen 'balanslezen', zoals van Bleyswijk Sombeek (1908) en van Saarloos (1922). In de jaren twintig werden in de Verenigde

Staten meer formele analysemethoden ontwikkeld, met name ratio-analyse (Wall, 1926). Leerboeken op basis van deze benadering, met name Myer (1941), kwamen na de Tweede Wereldoorlog ook in Nederlandse vertaling beschikbaar. Slot en Vecht (1974) is zo niet het eerste, dan wel een van de eerste oorspronkelijke Nederlandse boeken op dit gebied.

Aangehaalde literatuur

- Adriani, P.J.A., *Het belastingrecht: zijn grondslagen en ontwikkeling I* (Amsterdam 1948).
- Arnold, A.J., 'Should historians trust late nineteenth-century company financial statements?', *Business History* 38 nr. 2 (April 1996) 40-54.
- Arnold, A.J., 'UK accounting disclosure practices and information asymmetry during the first quarter of the twentieth century: the effects on book returns and dividend cover', *Journal of Business Finance and Accounting* 25 nr. 7/8 (1999) 775-794.
- Arnoldus, D.J.G., *Family, family firm, and strategy: Six Dutch family firms in the food industry 1880-1970* (Amsterdam 2002).
- Bleyswijk Sombeek, G. van, *Jaarverslagen en balansen van naamloze vennootschappen: handleiding ten dienste van aandeelhouders, verzekeren en andere belanghebbenden bij naamloze vennootschappen* (Groningen 1908).
- Blommaert, J.M.J., *Consolideren & informeren: een onderzoek naar de informatieve waarde van de geconsolideerde jaarrekening* (Houten 1995).
- Brackel, G.J.L. van, *Dividend-politiek en een onderzoek naar de toepassing ervan bij eenige Nederlandsche scheepvaart-maatschappijen* (Rotterdam 1919).
- Brand, B.R.C.J. van den, *Financial Reporting, Environmental Factors and their Relationship in Belgium and the Netherlands* (Tilburg 2005).
- Camfferman, K., 'Schmidt, Limperg and the dissemination of current cost accounting in the Netherlands', *The International Journal of Accounting* 29 (1994a) 251-264.
- Camfferman, K., 'Goed koopmansgebruik en maatschappelijk aanvaardbare normen', in C.M.T. Boneco et al. (red), *fMA-Kroniek 1994* (Rotterdam 1994b) 183-198.
- Camfferman, K. en S.A. Zeff, 'The contributions of Theodore Limperg Jr (1879-1961) to Dutch accounting and auditing', in John Richard Edwards (red.), *Twentieth-century accounting thinkers* (Londen 1994) 112-141.
- Camfferman, Kees, *Voluntary annual report disclosure by Dutch listed companies, 1945-1983* (New York 1997).
- Camfferman, Kees, 'Perceptions of the Royal Mail case in the Netherlands', *Accounting and Business Research* 29 nr. 1 (Winter 1998) 43-55.
- Camfferman, K. 'Jaarrekeningpublicatie door beursgenoteerde naamloze vennootschappen in Nederland tot 1910', *NEHA Jaarboek* 63 (2000) 71-103.

- Camfferman, Kees en S.A. Zeff, "The apotheosis of holding company accounting": Unilever's financial reporting innovations from the 1920s to the 1940s', *Accounting Business & Financial History* 13 nr. 2 (July 2003) 171-206.
- Camfferman, K. en S.A. Zeff, *Financial reporting and global capital markets: a history of the International Accounting Standards Committee, 1973-2000* (Oxford 2007).
- Camfferman, K. 'Het Nederlandse IASC-lidmaatschap in de periode 1973-2000', *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 83 nr. 1/2 (2009a) 5-17.
- Camfferman, K., 'Legal cases on financial reporting in the Netherlands, 1880-1970: a contract-law perspective' (working paper Vrije Universiteit Amsterdam 2009b).
- Christensen, J.A. en J.S. Demski, *Accounting theory: an information content perspective* (New York 2003).
- Collins, D.W., E.L. Maydew en I.S. Weiss, 'Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years', *Journal of Accounting and Economics* 24 nr. 1 (December 1997) 39-67.
- Croin, J.P., 'De Dividend- en Tantiëmebelasting', *De Economist* 71 nr. 21 (1921) 145-161.
- Diepenbroek, H., *Leerboek der moderne bedrijfsadministratie* (Zeist 1947).
- Edwards, J., J. Kay en C. Mayer, *The economic analysis of accounting profitability* (Oxford 1987).
- Edwards, J.R., en S.P. Walker (red.), *The Routledge companion to accounting history* (Londen 2009).
- Eisfeld, C., *Das Niederländische Bankwesen*, Erster Teil (Den Haag 1916).
- Ely, K. and G. Waymire, 'Accounting standard-setting organizations and earnings relevance: longitudinal evidence from NYSE common stocks, 1927-1993', *Journal of Accounting Research* 37 nr. 2 (Autumn 1999) 293-317.
- Hall, F.A. van, *Verdediging van de onafhankelijkheid des handels bij het oprigten van naamloze maatschappijen* (Amsterdam 1834).
- Have, O. ten, *De leer van het boekhouden in de Nederlanden tijdens de zeventiende en achttiende eeuw* (Delft 1933).
- Haven, H. ten, 'Jaarrekening van holding cy's en concern centrales', *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfshuishoudkunde* 3 nr. 5 en 6 (1926) 67-79, 85-87.
- Helderman, J.G.P.M., Ch.P van Overbeeke en L.G. van der Tas, 'Grondslagen jaarrekening verzekeringsmaatschappijen', in: J. Dijksema et al. (red.), *Het jaar 1999 verslagen: Onderzoek jaarverslaggeving Nederlandse ondernemingen* (2000).
- Hen, P.E. de, J.G. Berendsen en J.W. Schoonderbeek, *Hoofdstukken uit de geschiedenis van het Nederlandse accountantsberoep na 1935* (Assen 1995).
- De hervorming van de onderneming: herziening van het vennootschapsrecht in verband met medezeggenschap in en toezicht op de onderneming, Maatschappelijke Vraagstukken, publicaties van de Dr. Wiardi Beckman Stichting* (Amsterdam 1959).

- Ijsselmuiden, Th. S., *Wet op de jaarrekening* (Deventer 1972).
- Het jaarverslag, rapport van de Commissie Jaarverslaggeving van het Verbond van Nederlandsche Werkgevers, het Centraal Sociaal Werkgevers-Verbond, het Katholiek Verbond van Werkgeversvakverenigingen en het Verbond van Protestants-Christelijke Werkgevers in Nederland* (1955).
- Jongh, J.G. de, 'De reservevorming der Nederlandsche naamlooze vennootschappen', in: *Bedrijfseconomische studieën* (Haarlem 1932) 21-48.
- Kothari, S.P., 'Capital markets research in accounting', *Journal of Accounting and Economics* 31 (2001) 105-231.
- Kreukniet, W., *Praktisch boekhouden: handleiding bij het onderwijs* (Den Haag 1895).
- Laar, P.Th. van de, *Financieringsgedrag in de Rotterdamse maritieme sector, 1945-1960* (Rotterdam 1991).
- Maijor, S., *The economics of accounting regulation: effects of Dutch accounting regulation for public accountants and firms* (Maastricht 1991).
- Meij, J.L., *Beschouwingen over weerstandsvermogen en financiële reorganisatie van ondernemingen* (Amsterdam 1946).
- Myer, J.N., *Financial statement analysis: principles and technique* (New York 1941).
- Napier, C., 'Accounts of change: 30 years of historical accounting research', *Accounting, Organizations and Society* 31 nr. 4/5 (July/August 2006) 445-507.
- Nobes, C., 'The True and Fair View Requirement: Impact on and of the Fourth Directive', *Accounting and Business Research* 24 nr. 93 (1993) 35-48.
- Oosterwijk, B., *Vlucht na victorie: Lodewijk Pincoffs (1827-1911)* (Rotterdam 1979).
- Open ondernemerschap: de groei van de onderneming en het vennootschapsrecht*, Geschriften van de Prof. Mr. B.M.Teldersstichting (Den Haag 1962).
- Oudshoff, W., *Volledig theoretisch en praktisch handboek voor het Italiaansch of koopmans boekhouden, waarin alles, tot deze wetenschap betrekkelijk, uitvoerig en op het duidelijkst ontwikkeld wordt* (Rotterdam 1833).
- Palepu, K.G., en P.M. Healy, *Business analysis and valuation using financial statements*, 4th edition (Mason 2007).
- Penman, S.H., *Financial statement analysis and security valuation*, 3rd edition (New York 2007).
- Poel, H.J.W. van der, *Twee verbeteringen in het Wetboek van Koophandel: koopmansboeken en makelaardij* (Leiden 1923).
- Saarloos, A.E.C. van, *Balanslezen: handleiding voor fondsenbezitters, commissarissen van naamlooze vennootschappen en studeerenden in de handelswetenschappen* (Rotterdam 1922).
- Sanders, P., G.L. Groeneveld en R. Burgert, *De jaarrekening nieuwe stijl* (Alphen aan den Rijn 1975).

- Slooten, G. van, *Verplichte openbaarmaking van balans en winst- en verliesrekening van naamloze vennootschappen* (Den Haag 1900).
- Slot, R. en J.M. Vecht, *Zicht op cijfers: een inleiding tot de analyse van jaarrekeningen* (Amsterdam en Brussel 1974).
- Sluyterman, K.E., *Driekwart eeuw CSM: cash flow, strategie en mensen* (Die-men 1995).
- Speerstra, W., *Hoofdzaken uit de organisatie en techniek van de handel: ten dienste van het handelsonderwijs* (Groningen 1932).
- Sterling, R.R., 'Conservatism: the fundamental principle of valuation in traditional accounting', *Abacus* 3 (December 1967), 109-132.
- Stickney, C.P., P. Brown and J.M. Wahlen, *Financial Reporting, Financial Statement Analysis and Valuation: A Strategic Perspective*, 6th edition (Mason 2007).
- Tas, L.G. van der, *Harmonisation of Financial Reporting: with a special focus on the European Community* (Rotterdam 1992).
- Tweedie, D. en G. Whittington, *The debate on inflation Accounting* (Cambridge 1984).
- Verslaggeving verantwoording en voorlichting door de besturen van naamloze vennootschappen* (Den Haag 1962).
- Volmer, J.G.Ch., *Beginselen van het beheer en de boekhouding der gemeentebedrijven* (Den Haag 1912).
- Vries, J. de, *Een eeuw vol effecten: Historische schets van de Vereniging voor de Effectenhandel en de Amsterdamse Effectenbeurs 1876-1976* (Amsterdam 1976).
- Vries, J. de, *Lion Markus en de comptabiliteit in Nederland omstreeks 1900*. Mededelingen der Koninklijke Nederlandse Akademie van Wetenschappen, Afd. Letteren, Nieuwe reeks, 46 nr. 4 (1983).
- Vries, J. de, *Geschiedenis der accountancy in Nederland: Aanvang en ontplooiing 1895-1935* (Assen en Maastricht 1985)
- Waal, P.G.A. de, *De leer van het boekhouden in de Nederlanden tijdens de zestiende eeuw* (Roermond 1927).
- Wall, A., *Ratios: a new method of financial statement analysis* (New York 1926).
- Walton, P., 'The True and Fair View and the Drafting of the Fourth Directive', *European Accounting Review* 6 nr 4. (1997) 721-730.
- Weeveringh, J.J., *Woordenboek voor den effecten-, wissel- en speciehandel, het assurantiewezen en het boekhouden* (Amsterdam 1888).
- Wubs, B., *International business and national war interests: Unilever between Reich and Empire, 1939-1945* (London 2008).
- Zeff, S.A., *Forging accounting principles in five countries: a history and an analysis of trends* (Champaign, Ill. 1972).
- Zeff, S.A., F. van der Wel, K. Camfferman, *Company financial reporting: A comparative and historical study of the Dutch regulatory process* (Amsterdam 1992).
- Zeff, S.A., Willem Buijink en Kees Camfferman, "'True and fair" in the Netherlands: inzicht or getrouw beeld?', *European Accounting Review* 8 nr. 3 (1999) 523-548.

NOTEN

- 1 Camfferman, 'Jaarrekeningpublicatie', 76-77.
- 2 Zie Oosterwijk, *Vlucht na victorie*, voor een uitgebreide behandeling van de Pincoffs affaire.
- 3 Tweedie en Whittington, *The debate on inflation accounting*, 225-229.
- 4 Zie onder meer *De hervorming van de onderneming* en *Open ondernemerschap*.
- 5 Zie voor de oorsprong van het idee van 'accounting standards': Zeff, *Forging accounting principles*.
- 6 Voor bezwaren tegen de wijze waarop het departementale toezicht werd uitgeoefend, zie van Hall, *Verdediging van de onafhankelijkheid des handels*.
- 7 *Staatsblad*, 1 december 1833, no. 60.
- 8 Camfferman, 'Jaarrekeningpublicatie', 78-79.
- 9 Camfferman, 'Jaarrekeningpublicatie', 82-90.
- 10 Maijor, *The economics of accounting regulation*, 100.
- 11 Zie hiervoor van der Poel, *Twee verbeteringen*.
- 12 'Besluit Secretaris-Generaal van Justitie betreffende den termijn van bewaring van boeken, bescheiden en balansen van bedrijven', 23 februari 1943, *Staatsblad*, S 201.
- 13 Zie bijvoorbeeld Haven, 'Jaarrekening van holding cy's'. Zie Blommaert, *Consolideren & informeren*, voor informatie over vroege toepassingen van consolidatie.
- 14 Voor een uitgebreide behandeling van de inhoud en de achtergronden van de WJO: IJsselmuiden, *Wet op de jaarrekening* en Sanders et al, *De jaarrekening nieuwe stijl*.
- 15 Zo kende de Wet op de Coöperatieve Vereenigingen van 1925 een algemeen geformuleerde verplichting voor het bestuur om jaarlijks 'rekening en verantwoording' te doen aan de leden over het gevoerde beheer, met deponering van de – als document beschouwde – 'rekening en verantwoording' bij het handelsregister (art. 30).
- 16 Zie onder andere Zeff et al, "'True and fair" in the Netherlands' en Camfferman, 'Goed koopmansgebruik en maatschappelijk aanvaardbare normen'.
- 17 *Handelingen Tweede Kamer 1967-1968*, 9595, nr. 3, 13-14.
- 18 *Het Jaarverslag*, 9.
- 19 Camfferman, *Voluntary Annual report disclosure*, 216-224.
- 20 Camfferman, *Voluntary Annual report disclosure*, 249-258.
- 21 Maijor, *The Economics of Accounting Regulation*, Tabel 5.6 (Appendix 5.1).
- 22 Maijor, *The Economics of Accounting Regulation*, Tabel 5.6 en 5.7 (Appendix 5.1).

- 23 Nobes, 'The True and Fair View Requirement'; Walton, 'The True and Fair View'.
- 24 Zeff et al., *Company Financial Reporting*, 310-316.
- 25 Camfferman, 'Legal cases on financial reporting in the Netherlands'.
- 26 Zie Adriani, *Het belastingrecht*, voor een overzicht van de ontwikkeling van de belastingheffing op naamloze vennootschappen tot het midden van de twintigste eeuw.
- 27 Zie bijvoorbeeld Croin, 'De Dividend- en Tantiëmebelasting'.
- 28 Het begrip 'goed koopmansgebruik' werd in de wetgeving geïntroduceerd met de Wet op de Inkomstenbelasting 1914. Deze bewoordingen gingen waarschijnlijk terug op een uit 1894 stammende departementale 'Leidraad' bij de Wet op de Bedrijfsbelasting, waarin werd bepaald dat bij de winstbepaling de 'gebruiken van een eerlijk, nauwgezet koopman' in acht genomen dienden te worden.
- 29 Camfferman, 'Goed koopmansgebruik en maatschappelijk aanvaardbare normen'.
- 30 Fondsenreglement, editie 1 augustus 1909, artikel 5. Zie de Vries, *Een eeuw vol effecten*, 110-111.
- 31 79/279 EEG ('Toelatingsrichtlijn'), 80/390 EEG ('Prospectusrichtlijn') en 81/121 EEG ('Richtlijn Periodieke Informatieverstrekking').
- 32 Camfferman, *Voluntary Annual Report Disclosure*, 225.
- 33 Camfferman, 'Jaarrekeningpublicatie', 84-85.
- 34 Zie bijvoorbeeld Volmer, *Beginselen van het beheer en de boekhouding der gemeentebedrijven*, 10.
- 35 Eisfeld, *Das Niederländische Bankwesen*, 11. Zie ook Camfferman, 'Jaarrekeningpublicatie', 86-87.
- 36 Zie Helderman et al., 'Grondslagen jaarrekening verzekeringsmaatschappijen', en de daarin aangehaalde eerdere onderzoeken.
- 37 Camfferman en Zeff, "'The apotheosis of holding company accounting'".
- 38 Zie Oosterwijk, *Vlucht na victorie*.
- 39 Een klassieke, kritische behandeling van het voorzichtigheidsbeginsel is Sterling, 'Conservatism'.
- 40 Camfferman, 'Perceptions of the Royal Mail case in the Netherlands'.
- 41 Hoewel hierover in de literatuur voldoende duidelijkheid te vinden was. Zie de Jongh, 'De reservevorming'.
- 42 Camfferman, *Voluntary annual report disclosure*, 230-241.
- 43 Art. 54. Preciezer gezegd bedroeg het maximale aantal stemmen zes indien het aandelenkapitaal uit honderd of meer aandelen bestond, en uit drie stemmen bij een kleiner aantal aandelen.
- 44 Zie met name Arnold, 'UK accounting disclosure practices' en Arnold, 'Should historians trust late nineteenth-century company financial statements?'.
- 45 Een enigszins gedateerd maar nog steeds bruikbaar overzicht van deze literatuur is Kothari, 'Capital markets research in accounting'.

- 46 Dagelijkse koersgegevens zijn via Datastream toegankelijk vanaf 1 januari 1973. Koersgegevens kunnen uiteraard ook handmatig verzameld worden uit prijscouranten. De Stichting Vereniging voor de Effectenhandel beheert hiervan een collectie die teruggaat tot 1796.
- 47 Zie onder andere Ely en Waymire, 'Accounting standard-setting organizations and earnings relevance' en Collins et al., 'Changes in the value-relevance of earnings and book values'.
- 48 Het mogelijk om de formule uit te werken inclusief belastingen, waarbij dan rekening gehouden moet worden met eventuele aftrekbaarheid van rentekosten.
- 49 Camfferman, *Voluntary annual report disclosure*, 261-271.
- 50 'Nederlandsche Gist- en Spiritusfabrieken', *De Kroniek*, 2 nr. 57 (14 mei 1924) 436-437.
- 51 Zie voor een inleiding op de betekenis van dit kritische perspectief voor het historische onderzoek op het gebied van verslaggeving: Napier, 'Accounts of change'.

PERSONALIA VAN DE AUTEURS

Prof. dr C. (Kees) Camfferman RA (1966) is hoogleraar financial accounting aan de Vrije Universiteit Amsterdam. Zijn onderzoek richt zich op financiële verslaggeving door ondernemingen van de negentiende eeuw tot heden, waaronder begrepen de geschiedenis van het accountantsberoep en de ontwikkeling van nationale en internationale regelgeving op dit gebied.

Dr Bob R.C.J. van den Brand (1969) is universitair docent accounting bij het departement Accountancy, TiSEM, Universiteit van Tilburg. Hij doceert financial accounting en management accounting in de bachelor- en masteropleidingen. Recent ontving hij de Innovation Award 2009-2010 voor web-based applicaties bij Accounting cursussen. Zijn onderzoek concentreert zich op financiële verslaggeving in (internationale) ongereguleerde markten en externe verslaggeving door familie-ondernemingen.

OVERZICHT BRONCOMMENTAREN

Broncommentaren I-IV (1987, herziene versie)

- I De kohieren van de gemeentelijke hoofdelijke omslag, 1851-1922, door P.M.M. Klep, A. Lansink en W. van Mulken
 - II De registers van patentplichtigen, 1805-1893, door P.M.M. Klep, A. Lansink en W.F.M. Terwisscha van Scheltinga
 - III De Volkstelling van 1807/08, door J.L. van Zanden
 - IV De Registres Civiques 1811 (1812, 1813), door J.L. van Zanden
- ISBN 90-71251-07-1, 85 blz., geniet
€ 9,-

Broncommentaren V (1986)

- V De militieregisters 1815-1922, door B. Koerhuis en W. van Mulken.
- ISBN 90-71251-1055, 74 blz., geniet
niet meer leverbaar

Broncommentaren VI-IX (1988)

- VI De lijsten van kiezers ter benoeming van afgevaardigden voor de Tweede Kamer der Staten-Generaal, de Provinciale Staten en de Gemeenteraad, 1851-1886, door B.M.A. de Vries
 - VII De Staat van Fabrieken en Trafieken van 1 aug. 1816, door M. Duijghuisen en P.M.M. Klep
 - VIII De Staat van Fabrieken en Werkwinkels van 31 dec. 1819, door M. Duijghuisen
 - IX De Hinderwetbescheiden, 1811-1952, door F.F.J.M. Geraedts
- ISBN 90-71251-09-8, 79 blz., geniet
€ 9,-

Broncommentaren X-XII (1990)

- X De registers van de Dienst voor het Stoomwezen, 1856-1924, door H.W. Lintsen
 - XI Registrum Memorialis Parochiae, het parochiememoriaal, door P.J. Margry
 - XII De Staten van Oorlog te Lande en de Generale Petities, 1576-1795, door P.W. van Wissing
- ISBN 90-71251-11-X, 64 blz., geniet
€ 9,-

Broncommentaren 1 (1994)

- De Nederlandse staatsbegrotingen 1798-1914, door W. Fritschy en R.H. van der Voort
- De lijsten van verkiesbaren voor de Eerste Kamer der Staten-Generaal 1848-1917, door J.K.S. Moes

Bescheiden met betrekking tot beroepsprocedures bij Gedeputeerde Staten op grond van publiekrechtelijke wetten, 1815-1850: Militie en schutterij, door L.M. Koenraad
 ISBN 90-5216-056-2, 208 blz., ill., genaaid, gelijmd
 € 11,50

Broncommentaren 2 (1995)
 Boedelinventarissen, door Th. Wijsenbeek-Olthuis
 De gemeentelijke bevolkingsregisters 1850-1920, door A. Knotter en A.C. Meijer (red.)
 ISBN 90-5216-075-9, 120 blz., ill., genaaid, gelijmd
 € 16,-

Broncommentaren 3 (1997)
Bronnen betreffende de registratie van onroerend goed in de negentiende en twintigste eeuw
 De kadastrale legger en aanverwante bronnen, 1812-1990
 P. Kruizinga
 De kadastrale kaart, 1812-1990
 P. Kruizinga m.m.v. S.E.M. van Doornmalen
 De registers van overschrijving van akten van eigendomsovergang vanaf 1811
 F.J.M. Otten
 De registers met de uitkomsten van de herzieningen van de grondbelasting, 1873-1904
 F.J.M. Otten
 De notariële akten met betrekking tot de registratie van onroerend goed, 1811-1920
 B. Duinkerken
 Het systematisch woningonderzoek omstreeks 1900
 P. Kooij
 ISBN 90-5216-101-1, 272 blz., ill., genaaid, gelijmd
 Niet meer leverbaar

Broncommentaren 4 (2001)
Bronnen betreffende de registratie van onroerend goed in Middeleeuwen en Ancien Régime
 De schepensignaten en protocollen van bezwaar te Arnhem
 C.L. Verkerk
 De protocollen van verzegelingen in de Groningse oud-rechterlijke archieven
 R.F.J. Paping en P. Brood
 De bonboeken te Leiden
 E.T. van der Vlist
 De Groningse provinciale rekeningen van de voormalige kloosterland-rijen
 R.F.J. Paping

De leenregisters

J.C. Kort

De Vlaamse en Zeeuwse ommelopers in de veertiende, vijftiende en zestiende eeuw

A. de Kraker

De morgenboeken van Rijnland

M.H.V. van Amstel-Horák

De zijlschotregisters, dijkrollen en registers van schouwbare objecten in Groningen tot 1800

R.F.J. Paping

De Groningse verpondingsregisters

R.F.J. Paping

De kohieren van de tiende penning in Holland

J.A.M.Y. Bos-Rops

De floreenkohieren

J.A. Mol en P.N. Noomen

ISBN 90-5216-097-x, 405 blz., ill., genaaid, gelijmd

€ 20,-

Broncommentaren 5 (2002)

Bronnen betreffende de registratie van vreemdelingen in Nederland in de negentiende en twintigste eeuw

Registers van verstrekte en geweigerde reis- en verblijfpassen (1849-1923)

Louk Pöckling en Marlou Schrover

Registratie van vreemdelingen in het Algemeen Politieblad (1852-1947)

Corrie van Eijl

Registratie van vreemdelingen in het bevolkingsregister (1850-1920)

Marlou Schrover

Lokale vreemdelingenregisters en vreemdelingendossiers (1918-1940)

Leo Lucassen

Persoonsdossiers in het archief van de Immigratie- en Naturalisatiedienst en haar rechtsvoorgangers (1906-) 1945-1985 (-1999)

Corrie Berghuis en Marlou Schrover

Het Oudpaspoortarchief (1950-1959)

Peter Christiaans en Marlou Schrover

ISBN 90-5216-122-4, 192 blz., ill., genaaid, gelijmd

€ 15,-

Broncommentaren 6 (2005)

Bronnen met betrekking tot armenzorg en sociale zekerheid in de negentiende en twintigste eeuw

De registers van bedeelden en bedeling van het Burgerlijk Armbestuur te Maastricht, vanaf de Franse Tijd tot 1920

J. Luijten

De persoonsdossiers van de gemeentelijke armenzorg tot aan de invoering van de Algemene Bijstandswet (1965)

A. Knotter en P.Th. Kok

De tabellen van onderstand: een statistiek van bedeelden en bedeling, 1854-1964

A.L. Kort

Verslagen omtrent het Armwezen en Statistiek van de sociale zorg in Nederland, 1814-1964

V. Kingma en M.H.D. van Leeuwen

De jaarrekeningen en begrotingen van de armbesturen in de negentiende en twintigste eeuw

A.L. Kort

Statistieken van de werkloosheid in Nederland, 1902-1943

J.G.S.J. van Maarseveen en P. Rodenburg

ISBN 978-90-5216-150-x, 322 blz., ill., genaaid, gelijmd

€ 20,-

Broncommentaren 7 (2009)

Bronnen voor de criminaliteit en strafrechtspleging vanaf 1811 tot heden

De parket- of weeklijstregisters vanaf 1811

L. Oldersma

De vonnissen en processen-verbaal van terechtzittingen van 1811 tot heden

H. van Felius

De inschrijvingsregisters van gedetineerden/gevangenen van 1811 tot 1940

W. Lindemann

Bronnen voor gratieverlening tot 1987

P. Brood

De gerechtelijke statistieken van het CBS tot 1940

R.J. van der Bie

Alle *Broncommentaren* zijn verkrijgbaar in de boekhandel of rechtstreeks bij de uitgever te bestellen:

Instituut voor Nederlandse Geschiedenis

Prins Willem-Alexanderhof 5

Postbus 90755

2509 Lt Den Haag

telefoon (070) 315 64 00

fax (070) 385 40 98

e-mail rgp@inghist.nl

