

## Boekbespreking

M. N. Hoogendoorn

### *Stelselwijzigingen in de jaarrekening*

Wolters Noordhoff B.V. Groningen, 1990

Midden oktober promoveerde de auteur op een proefschrift onder deze titel aan de Erasmus Universiteit te Rotterdam. Het geheel van ruim 400 pagina's is globaal als volgt ingedeeld:

- Het begrip stelselwijziging  $\pm$  17 pagina's.
- Voorschriften inzake stelselwijziging  $\pm$  85 pagina's.
- Beschrijving onderzoekwerk van anderen  $\pm$  60 pagina's.
- Beschrijving eigen empirisch onderzoek  $\pm$  140 pagina's.
- Voorts zijn er aan bijlagen  $\pm$  100 pagina's toegevoegd.

Onderstaand zullen wij bij de bespreking deze hoofdingeling volgen.

Wat betreft de definitie van stelselwijzigingen is de auteur geen nieuwe wegen gaan bewandelen maar heeft hij uitgebreid en duidelijk de in ons land bestaande systematiek van onderscheidingen beschreven en deze ook overigens gehanteerd.

Bij de beschrijving van de voorschriften is de nadruk in hoofdzaak gelegd op de in ons land geldende bepalingen ten aanzien van stelselwijzigingen.

Enkele opvallende statements uit dit onderdeel van dit proefschrift zijn de volgende.

Naar de mening van Hoogendoorn is er slechts sprake van een gegronde reden voor stelselwijziging als de stelselwijziging leidt tot een verbetering van het inzicht. Hoogendoorn suggereert dat niet alleen uit ideëel oogpunt stelselwijziging slechts geoorloofd zou moeten zijn indien deze leidt tot een verbetering van het inzicht, maar hij meent ook dat de wettelijke bepalingen hem steunen in deze ideële opvatting en dat ook de wet slechts stelselwijziging zou toelaten indien daardoor verbetering van het inzicht plaatsvindt. De redenering waarop deze mening is gebaseerd is

niet bijzonder sterk. Deze motivering luidt als volgt: 'de vraag is of een stelselwijziging onder de huidige regels ook aanvaardbaar kan zijn indien het nieuwe stelsel geen beter inzicht geeft dan het oude stelsel. Indien dat het geval is, leidt de stelselwijziging per saldo tot achteruitgang van het inzicht. Met name gezien de jurisprudentie en daarop aansluitend de huidige regelgeving, lijkt dat niet aanvaardbaar. Met andere woorden: de stelselwijziging is naar onze mening ook volgens de voorschriften alleen toelaatbaar indien het nieuwe stelsel een beter inzicht geeft dan het oude stelsel.' Onder verbetering van het inzicht verstaat Hoogendoorn in dit verband tevens een nauwere aansluiting bij de in de bedrijfstak aanvaardbaar geachte grondslagen ter wille van vergelijkbaarheid. Hij beschouwt het wettelijk voorschrift om gegronde redenen voor stelselwijziging te vermelden als een mogelijke invulling van de algemene eis van een beter inzicht. De auteur heeft dit criterium niet toegepast op de in Nederland toegepaste wijzigingen anders ware hij wellicht tot de conclusie gekomen dat in veel gevallen aan zijn (naar mijn mening wat al te stringente eis) in de praktijk niet zou zijn voldaan.

Een tweede interessante discussie betreft de wijze van verwerking van effecten met betrekking tot het verleden (zogenoemde cumulatieve effecten van een stelselwijziging) in de jaarrekening. Hier zijn twee onderdelen van belang:

- 1 de opvatting van de auteur dat het cumulatieve effect van een stelselwijziging niet via het resultaat dient te worden verwerkt;
- 2 dat bij de vergelijking van de uitkomsten van oud en een nieuw stelsel het beste voorgaande jaarrekening gebaseerd op het oude stelsel kan worden herrekend naar het nieuwe stelsel om vergelijkbare informatie te verschaffen.

De auteur verdedigt eerstgenoemde opvatting met het argument dat de mogelijkheden voor manipulatie groter zijn als het cumulatieve effect van een stelselwijziging in de resultatenrekening wordt verwerkt. Bovendien zou aldus het resultaatcijfer over het boekjaar

meer zeggen en zou toepassing van deze methode beter vergelijkbare en duidelijker informatie in de jaarrekening bewerkstelligen.

Het tweede punt heeft betrekking op de wijze waarop de uitkomsten van het oude en het nieuwe stelsel in de toelichting met elkaar worden vergeleken. Er zijn twee mogelijkheden:

- a men kan de vergelijking maken door te tonen welke resultaten zouden zijn bereikt indien geen stelselwijziging was toegepast en
- b men kan naast de vermelding van de uitkomsten van het nieuwe stelsel het oude stelsel herrekenen alsof reeds vorig jaar het nieuwe stelsel toegepast zou zijn.

Het is niet moeilijk te bedenken dat afhankelijk van de casuspositie door deze twee verschillende voorstellingen van zaken een geheel verschillend beeld van het effect van de stelselwijziging wordt getoond. De auteur concludeert uit later onderzoek dat dikwijls stelselwijzigingen worden toegepast om de resultaten mooier voor te stellen dan deze zonder stelselwijzigingen zouden zijn. Als dat zo is zou een nogal veel voorkomende stelselwijziging een gevolg zijn van het feit dat het oude stelsel bij ongewijzigd toepassen daarvan tot een (te) lage voorstelling van het resultaat leidt. Wanneer men nu ondernemingen die een stelselwijziging toepassen, dwingt ook nog te laten zien welk resultaat in het jaar van stelselwijziging zou zijn behaald indien zij geen stelselwijziging hadden toegepast, wordt op dit punt misbruik voorkomen. De auteur bepleit echter het omgekeerde, namelijk het ter vergelijking vermelden van de uitkomsten van het nieuwe stelsel over het oude jaar. Bovenstaande kritische opmerkingen nemen niet weg dat ook hoofdstuk 3 (de analyse van de voorschriften) een degelijke uitwerking van deze voorschriften bevat. Weliswaar zijn betrekkelijk weinig analyses van buitenlandse regels op dit gebied overgenomen maar de Nederlandse regels worden zeer uitgebreid en helder besproken. De opvattingen van de auteur worden niet afgeleid uit een set algemene

grondslagen voor de verslaggeving maar leggen de nadruk geheel volgens de traditionele lijnen op een aantal kwalitatieve aspecten van verslaggeving.

Hoofdstuk 4 bevat een beschrijving van door anderen verricht onderzoek. Uit dit onderzoek, voornamelijk verricht in Angelsaksische landen, trekt de auteur conclusies die hij in zijn verder onderzoek gebruikt.

Allereerst inventariseert hij gebruikersonderzoek. Dit onderzoek komt tot de conclusie dat gebruikers van jaarrekeningen in het algemeen niet in staat zijn de resultaten van ondernemingen te beoordelen en daarbij behoorlijk de effecten van stelselwijzigingen te elimineren. Een tweede categorie onderzoek heeft betrekking op de omstandigheden waaronder en de motieven waarmee ondernemers stelselwijzigingen gebruiken. De conclusie van dat onderzoek in de literatuur is in het algemeen dat ondernemers stelselwijzigingen ten eigen nutte gebruiken; dat wil zeggen in het algemeen ter bevordering van uitkomsten die het gewenste winst- en solvabiliteitsplaatje dichterbij brengen.

Op basis van dit onderzoek van anderen leidt Hoogendoorn een tiental hypothesen af over het verwachte effect van stelselwijzigingen op de presentatie van winst en solvabiliteit en de omstandigheden waaronder ondernemingen tot bepaalde soorten stelselwijzigingen zullen overgaan, bijvoorbeeld als de winst verslechtert wordt het tijd een winstverhogende stelselwijziging toe te passen en dergelijke.

Hoofdstuk 5 bevat de weergave van eigen inventariserend onderzoek van de auteur. Een dergelijk onderzoek is ook al eerder door anderen gedaan, maar minder uitgebreid. Dat onderzoek wordt overigens door de auteur niet expliciet qua uitkomsten vergeleken met zijn eigen onderzoek. Dit inventariserende onderzoek is zeker één van de belangrijkste onderdelen van het proefschrift. Het bevat zeer degelijke weergaven van frequenties, effecten en aard van de stelselwijzigingen die worden toegepast. Voorts een duidelijke weergave van de wijze waarop de effecten

van stelselwijzigingen in de jaarrekeningen worden verwerkt en van de wijze waarop informatie over stelselwijzigingen wordt verschaft. Dit materiaal vormt ook de basis om in het volgende hoofdstuk een aantal hypothesen over de omstandigheden waaronder en de wijze waarop stelselwijzigingen worden toegepast te toetsen. Een aardigheidje dat overigens weinig relevantie heeft, is een analyse in hoofdstuk 5 van de potentiële relatie tussen de aard en de omvang van stelselwijzigingen en het accountantskantoor dat als controleur van de desbetreffende ondernemingen optreedt. Deze analyse levert bijzonder weinig op. Naar mate een accountantskantoor meer cliënten in de onderzochte populatie heeft, zijn er ook meer stelselwijzigingen aangetroffen. Verdere verbanden zijn door de auteur niet ontdekt.

Hoofdstuk 6 is gewijd aan het toetsen van een aantal hypothesen. Op basis van onderzoek van jaarrekeningen zijn de omstandigheden die bij het optreden van stelselwijzigingen voorkwamen, statistisch onderzocht. Gebruikmakend daarvan zijn tien hypothesen geformuleerd. Acht daarvan hebben betrekking op het verband tussen winst respectievelijk rentabiliteit en de stelselwijziging; twee op het verband tussen solvabiliteit en de stelselwijziging. De hypothesen, gebaseerd op voornamelijk Amerikaans empirisch onderzoek veronderstellen dat in het algemeen ondernemingen stelselwijzigingen doorvoeren indien daardoor het resultaat of de solvabiliteit gunstig wordt beïnvloed. De hypothesen met betrekking tot het resultaat worden door het onderzoek, statistisch gezien, voor de ter beurze genoteerde ondernemingen bevestigd. Niet ter beurze genoteerde ondernemingen zijn niet in het onderzoek betrokken. De hypothesen ten aanzien van solvabiliteit worden niet door de feiten ondersteund. Dit soort onderzoek is uit wetenschappelijk oogpunt wel aardig omdat het internationale vergelijking van uitkomsten mogelijk maakt, maar het levert hooguit een begin van een vermoeden dat ondernemingen doelbewust via stelselwijzigingen het resultaat en vermogen proberen te beïnvloeden.

Het slothoofdstuk bevat een aantal conclusies en aanbevelingen. Daarna volgen nog vele bijlagen, die voor de aandachtige lezer interessant materiaal bevatten.

Samenvattend is mijn oordeel over het proefschrift:

Het is qua opzet en uitwerking een uitstekend werkstuk, dat blijkt geeft van veel werk. Het volgt geheel de traditionele paden, in de zin van: toepassing van elders reeds eerder gevolgde onderzoeksmethoden op via eigen waarneming verkregen gegevens. De analyses zijn niet gebaseerd op een uitgebreid theoretisch raamwerk, maar op algemene noties zoals de wenselijkheid dat ondernemers vergelijkbare informatie verschaffen, en op de gedachte dat gebruikers van jaarrekeningen in het algemeen niet worden gediend met stelselwijzigingen.

Zie voor een samenvatting, het artikel 'Theorie en praktijk van stelselwijzigingen in de jaarrekening' op de pagina's 67 t/m 76 van dit MAB-nummer.

*Prof. Dr. J. Klaassen*

Prof. Dr. J. Klaassen is vennoot van KPMG Klynveld Kraayenhof & Co Accountants en hoogleraar in de Bedrijfseconomie (Kosten- en Winstbepalingsvraagstukken) aan de Vrije Universiteit te Amsterdam.

## Boekbespreking

J. van der Meulen

*Portefeuilleperformance en instabiliteit*

1989, Academisch proefschrift  
Erasmus Universiteit Rotterdam

Het bestaan van instabiliteit op vermogensmarkten is tot op heden ten onrechte veronachtzaamd bij het beoordelen van de performance van beleggingsportefeuilles. Met zijn dissertatie wil J. van der Meulen het optreden van 'incidentele, duidelijk niet-voorziene structuurschokken' vaststellen, voor zover hierbij sprake is van aanwijsbare oorzaken. De recente Golfcrisis kan dienen als een voorbeeld van een dergelijke structuurschok, die past in het rijtje voorbeelden dat de auteur noemt: de Suez-, de Korea-, de Cuba- en de (eerste) oliecrisis en de beurskrach van 1987. De auteur wil het bestaan en de mate van instabiliteit op vermogensmarkten trachten te bepalen. Het bestaan van dergelijke onevenwichtigheden op de vermogensmarkt dient vervolgens als uitgangspunt bij het ontwerpen van een praktisch toepasbare maatstaf voor de performance van beleggingsportefeuilles.

In het eerste hoofdstuk van zijn dissertatie geeft Van der Meulen een uiteenzetting van de moderne portefeuilletheorie. Aan de oorspronkelijke, normatieve portefeuilletheorie van Markowitz geeft de auteur de voorkeur boven alternatieve modellen, waaronder het marktmodel, het Capital Asset Pricing Model (CAPM) en diverse factormodellen. De regressiecoëfficiënten die in deze modellen moeten worden geschat, zijn in de tijd, zo blijkt uit empirisch onderzoek, niet stabiel. Daarnaast betwijfelt de auteur, op grond van R. Roll's kritiek op het CAPM, het bestaan van één unieke en voor iedere belegger relevante marktportefeuille die in termen van rendement en risico 'efficiënt' is.

In hoofdstuk 2 wordt uitvoerig ingegaan op de kenmerken van grote, institutionele beleggers, waaronder met name pensioenfondsen. Deze hebben

te maken met belangrijke restricties waarvan het oordeel over de te behalen performance van de beleggingsportefeuille afhankelijk is. Dit hoofdstuk staat eigenlijk los van het overige werk, zoals blijkt uit het naderhand abstraheren van de eerder genoemde en belangrijk geachte beleggingsrestricties voor pensioenfondsen. Het zou logisch zijn juist rekening te houden met bijvoorbeeld de bekende specifieke restricties die gelden voor het grootste Nederlandse pensioenfonds, het ABP.

In de navolgende hoofdstukken komt de eigenlijke vraagstelling aan de orde. Hoofdstuk 3 bestaat uit een empirisch onderzoek naar het bestaan van instabiliteit. De combinatie van een rendementsvector en een covariantiematrix, de zogenoemde risicostructuur, wordt stabiel genoemd wanneer deze statistisch significante gelijkheid vertoont met een tot maatstaf verkozen (referentie-)risicostructuur. Het onderzoek heeft betrekking op 18 beleggingscategorieën, waaruit een groot aantal in de tijd verspreide efficiënte portefeuilles worden samengesteld. Er wordt voor beleggingen in aandelen gebruik gemaakt van de Morgan Stanley Capital International (MSCI)-indices voor 7 landenportefeuilles en 2 wereldportefeuilles (waaronder een internationale portefeuille vastgoedfondsen). Voorts wordt gebruik gemaakt van door de auteur berekende ratio's voor het rendement op 7 vreemde-valutabeleggingen, goud en (aan de hand van de CBS-obligatie-index) Nederlandse staatsobligaties. Het grote aantal onderscheiden categorieën heeft tot gevolg dat het gepresenteerde cijfermateriaal bepaald overvloedig is. Door een correctiefactor voor inflatie op te nemen in alle rendementsformules ontstaat een onzinnige complicatie, aangezien de risicostructuur door het opnemen van een deflator niet verandert.<sup>1</sup> Voor de belegger (c.q. pensioenfonds) is inflatie slechts van belang bij het beoordelen van de performance van de gehele portefeuille.

De onderzoeksperiode, die loopt van 1972 tot en met 1987, is opgedeeld in perioden die telkens een maand verschuiven. Voor de periodelengte van 3

jaar (36 maanden) wordt de gemiddelde risicostructuur berekend voor 157 opeenvolgende deelperioden. Voor periodelengtes van 6 en 9 jaar wordt hetzelfde gedaan, waarbij het aantal deelperioden uiteraard kleiner is. De auteur meent dat met behulp van deze methode, welke in de literatuur weinig precedenten kent, 'het ontstaan alsmede het belang van instabiliteit nauwkeurig getraceerd kan worden' (pagina 61). De gekozen onderzoeksmethode impliceert echter, zoals de auteur later vermeldt, het optreden van autocorrelatie, dat wil zeggen dat de berekende, opeenvolgende risicostructuren geleidelijk in elkaar overgaan. De auteur concludeert 'dat instabiliteit zich geleidelijk aan ontwikkelt' (pagina 80) en dat de voor instabiliteit zo kenmerkend geachte structuurschokken 'elk hun specifieke, maar als zodanig niet-isoleerbare effect (hebben) op het rendementsgenererende proces' (pagina 169).

Van der Meulen kan het optreden van onvoorziene structuurschokken derhalve niet aantonen. De constatering dat risicostructuren geleidelijk in elkaar overgaan heeft enkele interessante implicaties. Zo blijkt het aantal risicostructuren dat na een specifieke risicostructuur hiermee statistisch significante gelijkheid vertoont, de zogenoemde predictieve stabiliteit, toe te nemen met de periodelengte. Bij een periodelengte van 5 jaar is de predictieve stabiliteit van de risicostructuur minimaal één jaar en gemiddeld bijna twee jaar. De samenstelling van een beleggingsportefeuille zou om deze reden geruime tijd hetzelfde kunnen blijven.

Voorts concludeert de auteur dat de eerder onderkende geleidelijke ontwikkeling van risicostructuren in de tijd 'er een is zonder cyclische tendenzen' (pagina 82). De auteur meent dat op grond hiervan moet worden getwijfeld aan de toepasbaarheid van zowel statische als dynamische factormodellen. Ten aanzien van het opstellen van economische scenario's merkt de auteur op dat deze, gezien de dynamische overgang tussen risicostructuren, 'geen al te restrictieve structuur mogen kennen' (pagina 83).

In hoofdstuk 4 wordt een kritisch overzicht gegeven van eerder ontwikkelde performance-maatstaven. Gezien het standpunt van de auteur ten aanzien van het CAPM bevreemdt het niet dat het oordeel over maatstaven waarbij het systematische risico een onderscheidende rol speelt, zoals de 'klassieke' maatstaven van Treynor, Jensen en Fama, negatief is. De bekende Sharpe-maatstaf, waarin geen plaats is voor een systematische marktfactor, wordt gunstiger beoordeeld. Voor deze maatstaf kan, in een meer uitgewerkte vorm, een kansverdeling worden opgesteld voor de risicostructuur en de samenstelling van efficiënte portefeuilles. Bij de op basis hiervan ontwikkelde maatstaven van Korkie en Jobson wordt naar de mening van Van der Meulen terecht rekening gehouden met het bestaan van instabiliteit. De auteur acht het echter noodzakelijk dat een in de praktijk toepasbare maatstaf bovendien een indicatie geeft van het moment waarop portefeuille-revisie noodzakelijk is. Dit moment is afhankelijk van de eerder gedefinieerde predictieve stabiliteit van opeenvolgende risicostructuren.

In hoofdstuk 5 komt Van der Meulen op grond van het voorgaande tot een nieuwe procedure voor het meten van de performance van beleggingsportefeuilles. Centraal hierbij staat het optimale revisiemoment, dat vanwege de mogelijkheid van onvoorziene structuurschokken moet worden benaderd door de statistische ongelijkheid van risicostructuren te bepalen. De voorgestelde methode behelst het selecteren van een beperkt aantal, in de tijd gespreide referentie-risicostructuren. Aan elk van deze tot maatstaf verkozen risicostructuren worden statistisch gelijkwaardige risicostructuren gekoppeld. Voor deze gegroepeerde risicostructuren wordt vervolgens de gemiddelde samenstelling van de efficiënte portefeuilles bepaald. Deze methode wordt door de auteur uitgewerkt aan de hand van het eerder gegeven cijfermateriaal. Het weergeven van de gemiddelde portefeuille-samenstelling blijkt hierbij uiterst zinvol te zijn. Bij twee statistisch gelijkwaardige

risicostructuren kan men komen tot twee geheel verschillend samengestelde efficiënte portefeuilles wanneer sprake is van een geringe covariantie tussen beleggingscategorieën. Dit brengt de auteur ertoe het aantal categorieën van 18 terug te brengen tot 6, namelijk door de aandelen- en valuta-beleggingen elk samen te voegen. Voor in 7 groepen bijeengenomen efficiënte portefeuilles wordt onder meer de gemiddelde samenstelling en de 'range' van toelaatbare beleggingsfracties weergegeven. Deze range blijkt voor elke groep statistisch gelijkwaardige risicostructuren zeer ruim te zijn. Het oordeel over de performance van alle portefeuilles waarvan de samenstelling binnen deze range valt, mag niet negatief zijn. Dit impliceert naar de mening van de auteur een hoge mate van 'beleggingsvrijheid'.

Het onderzoek van Van der Meulen vergroot het inzicht in de instabiliteit van vermogensmarkten. Het is duidelijk dat de rendementen van beleggingscategorieën en de covariantie tussen deze rendementen niet stabiel zijn in de tijd. Het is daarentegen niet duidelijk in hoeverre de instabiliteit samenhangt met 'onvoorziene structuurschokken'.

Door bij het ontwerpen van een performance-maatstaf rekening te houden met het bestaan van instabiliteit moeten meer gecompliceerde berekeningsmethoden worden toegepast. Om de instabiliteit van risicostructuren te bepalen maakt Van der Meulen gebruik van een multivariate Anderson-toets. De resultaten van de toets zijn onbetrouwbaar wanneer sprake is van niet-normaal verdeelde rendementen. Dit vereist, zoals de auteur opmerkt, nader onderzoek.

Voorts geschiedt de indeling van statistisch gelijkwaardige risicostructuren in groepen rond een tot maatstaf verkozen risicostructuur op een nogal arbitraire wijze. Elke risicostructuur kan in twee of drie *verschilende* groepen worden ingedeeld (zie pagina 181). Er is bijgevolg geen sprake van een éénduidige performance-maatstaf. Het onderkennen van het kansverdelingsaspect van risicostructuren brengt een genuanceerd oordeel met zich mee. Het op-

treden van onvoorziene structuurschokken kan daarbij echter niet worden vastgesteld, waardoor de performancemaatstaf een gering onderscheidend vermogen draagt. Een aanscherping van de voorgestane methode naar de bepaling van onvoorziene structuurschokken verhoogt wellicht de attractiviteit ervan voor de praktijk van de performance-meting.

*Drs. D. P. M. de Wit*

## Noot

1 Zie H.M. Markowitz, Mean-Variance Analysis in Portfolio Choice and Capital Markets, Basil Blackwell Inc., 1987, pp. 13-15.

Drs. D. P. M. de Wit, geboren in 1962, is verbonden aan de Universiteit van Amsterdam en het Tinbergen Instituut. De auteur doet promotie-onderzoek naar de performance van aandelen en onroerend goed.