De kwaliteit van de staat van herkomst en besteding van middelen in een emissieprospectus

Drs. L.R.T. van der Goot

1 Inleiding[1]

Dit artikel heeft betrekking op een onderzoek naar de staat van herkomst en besteding van middelen (SHBM) in een emissieprospectus van ondernemingen, die een eerste notering van hun aandelen wensen aan de Officiële Markt (OM) of Officiële Parallelmarkt (OPM) van de Amsterdamse effectenbeurs. In een dergelijke situatie dient een onderneming overeenkomstig het Fondsenreglement van de Vereniging voor de Effectenhandel te Amsterdam (1983) een emissieprospectus uit te geven. Daarin moet een onderneming een reeks van financiële en niet-financiële gegevens opnemen. Tot de categorie financiële gegevens behoort ook een SHBM[2] van elk van de laatste drie boekjaren voorafgaande aan het jaar waarin de emissie plaatsvindt. Het onderzoek heeft betrekking op de periode 1987 tot en met 1992. Het betreft uitsluitend aandelenemissies van ondernemingen die nog geen notering aan een effectenbeurs hebben, die geen houdstermaatschappij zijn van reeds ter beurze genoteerde aandelen in of buiten Nederland en ook niet kunnen worden aangemerkt als beleggingsmaatschappij.
In het algemeen geldt, dat de tot dit onderzoek behorende bedrijven ten tijde van hun beursgang relatief onbekend zijn bij beleggers. Vandaar dat de Amsterdamse beurs een emissieprospectus verlangt. Deze kan een bijdrage leveren aan het verkleinen van de informatie-asymmetrie tussen de ondernemingsleiding en potentiële beleggers. Dit onderzoek is erop gericht na te gaan wat de bijdrage van de gepubliceerde SHBM is aan het verminderen van de ongelijke verdeling van de informatie. In totaal werden 38 emissieprospectussen onderzocht. Vijf emissieprospectussen bleken geen SHBM te bevatten. Twee ondernemingen waren daarvan op grond van het Fondsenreglement vrijgesteld, omdat zij behoren tot de categorie financiële instellingen. Van de resterende drie ondernemingen publiceerde er één (Newtron) een geprognotiseerde SHBM over een periode van een half jaar, terwijl de andere twee ondernemingen (Pirelli en Sligro) helemaal geen SHBM in hun prospectus hadden opgenomen. Er was één onderneming (Homburg), die slechts een SHBM van het laatste boekjaar had opgenomen in de emissieprospectus. Deze is desondanks in het onderzoek meegenomen.
Dit artikel is als volgt opgebouwd. Paragraaf twee behandelt het verschil tussen een middelenoverzicht en een kasstroomoverzicht. Een verslag van het onderzoek staat in paragraaf drie. Hierin komen de punten aan de

Drs. L.R.T. van der Goot is werkzaam als universitair docent bij de vakgroep Accountancy van de Universiteit van Amsterdam. Zijn belangstelling gaat uit naar onderwerpen op het grensgebied van financiering en verslaggeving.

orde, waarop de 33 SHBM's onderzocht zijn. In paragraaf vier zijn op basis van de uitkomsten van het in paragraaf drie gerapporteerde onderzoek enkele statistische analyses uitgevoerd. Tenslotte zijn in paragraaf vijf de samenvatting en conclusies vermeld.

2 Middelen- of kasstroomoverzicht

Het maakt vanuit het standpunt van de te verstrekken hoeveelheid extra informatie nogal wat uit welk type SHBM een onderneming publiceert. In het navolgende worden twee categorieën SHBM's onderscheiden, het middelenoverzicht en het kasstroomoverzicht. Het middelenoverzicht is een SHBM op basis van mutaties van balansposten, aangevuld met gegevens uit de winst- en verliesrekening. In principe zou de gebruiker van de jaarrekening zo'n overzicht zelf kunnen opstellen. In het algemeen zal het bedoelde overzicht nauwelijks of geen nieuwe informatie bevatten. Een kasstroomoverzicht, gebaseerd op in- en uitgaande kasstromen, biedt wel nieuwe informatie. Desondanks behoort de overgrote meerderheid van de onderzochte SHBM's tot de categorie middelenoverzicht. Dit ligt gezien de historische ontwikkeling voor de hand.

Er is een toenemende belangstelling waar te nemen voor SHBM's. Zo geeft Dijksma (1992) een helder overzicht van de verschillen tussen een middelenoverzicht en een kasstroomoverzicht plus een onderzoek naar SHBM's in 114 jaarrapporten uit elk van de jaren 1990 en 1991 van Nederlandse bedrijven. In 93% van de gevallen komt een SHBM voor. Zijn artikel gaat in op een tweetal vragen met betrekking tot de aangetroffen SHBM's. De eerste luidt, of er sprake is van eenheid in aard en inhoud van de onderzochte SHBM's. Het antwoord is, dat er een relatief grote variatie is met betrekking tot beide grootheden. Het antwoord op de tweede vraag of de onderzochte SHBM's in overeenstemming zijn met niet-Nederlandse verslaggevingsstandaarden (waarover in de volgende alinea meer) luidt, dat 'een relatief gering aantal ondernemingen ... een kasstroomoverzicht opneemt'.

Tel en De With (1993) maken een kritische vergelijking van de regelgeving met betrekking tot de SHBM van de FASB (FAS 95)[3], de ASB (FRS 1)[4], de IASC (IAS 7)[5] en de Raad voor de Jaarverslaggeving (1984). De auteurs concluderen dat er een sterke overeenkomst is in de functie-omschrijvingen van de SHBM door de FASB, de ASB en de IASC. Ook blijkt er een relatief grote overeenstemming te bestaan tussen de verschillende regelingen op het gebied van vorm en inhoud van de SHBM. Dit geldt vooral de regelgeving van de FASB en de IASC. De ontwerp-richtlijn van de Raad voor de Jaarverslaggeving '... sluit niet meer aan op de internationale regelgeving'. Daarom stellen Tel en De With de Raad voor de Jaarverslaggeving voor een nieuwe richtlijn te accepteren, die bijna volledig overeen zou moeten komen met FAS 95. De in te voeren richtlijn zou minder opties open dienen te laten dan IAS 7.

Figuur 1: Een typische SHBM uit de onderzochte prospectussen

Herkomst van middelen	
Resultaat na belastingen	
Afschrijvingen	+
Cash flow	
Verkoop van deelnemingen	
Opgenomen kort vreemd vermogen	
Opgenomen lang vreemd vermogen	+
Totale verkregen middelen (1)	
Besteding van middelen	
Koop van deelnemingen	
Koop van materiële vaste activa	
Aflossing van kort vreemd vermogen	
Aflossing van lang vreemd vermogen	
Overige mutaties	+
Totale bestede middelen (2)	
Verandering in netto werkkapitaal (1) - (2)	

Een typische SHBM in de onderzochte emissieprospectussen staat in figuur 1. In deze SHBM wordt uitgegaan van werkkapitaal als middelenbegrip, omdat deze als sluitpost het meeste voorkwam. De SHBM uit figuur 1 wijkt in veel opzichten af van een kasstroomoverzicht volgens FAS 95 of daarmee vergelijkbare standaarden, zoals FRS 1 of IAS 7. Deze geven alle de voorkeur aan een SHBM op basis van in- en uitgaande kasstromen plus een toelichting. Een dergelijke SHBM is een SHBM volgens de directe methode. De drie hiervoor genoemde standaarden staan een middelenoverzicht ook toe; dit heet een SHBM volgens de indirecte methode. De gegevens dienen in drie categorieën opgedeeld te zijn, namelijk operationele activiteiten, investeringsactiviteiten en financieringsactiviteiten. Bij elk van de drie standaarden moet als sluitpost de mutatie in liquide middelen worden opgenomen. FAS 95 stelt dat het in de jaarrekening opnemen van een SHBM een beter inzicht in de balans en de winst- en verliesrekening oplevert. Deze doelstelling wordt nader toegelicht met de uitspraak dat een SHBM de gebruikers onder meer de mogelijkheid moet bieden om te beoordelen of een onderneming in staat is '... positieve kasstromen te genereren en zijn financiële verplichtingen na te komen'.[6]
Het volgende voorbeeld illustreert de informatieve waarde van een SHBM op basis van kasstromen. Uitgangspunt is de onderstaande verlies- en winstrekening van een onderneming; alle bedragen in het betreffende boekjaar zijn contant afgerekend:

Omzet	750.000
Kostprijs omzet	450.000 -
Resultaat	300.000
Belastingen	100.000 -
Netto winst	200.000

In deze situatie is de netto winst gelijk aan de mutatie van de kasmiddelen. Stel nu, dat niet alle verkopen contant zijn afgerekend en dat ultimo boekjaar de balanspost debiteuren ƒ 150.000 bedraagt. Verder heeft de onderneming ƒ 80.000 afgelost op een lening en heeft zij voor de verkoop van een bedrijfsmiddel ƒ 100.000, de boekwaarde, ontvangen. De hierboven berekende netto winst verandert hierdoor niet, de mutatie van de kasmiddelen wel! Bij de opstelling van de SHBM in figuur 2 volgens de directe methode is zoveel mogelijk rekening gehouden met de regelgeving uit hoofde van FAS 95.

Figuur 2: Voorbeeld van een SHBM volgens de directe methode conform FAS 95

Operationele activiteiten:		
Ontvangsten vanwege verkopen		600.000
Uitgaven vanwege		
verkopen	450.000	
belastingen	100.000 +	
	550.000 -	
Kasstroom vanwege operationele activiteiten		50.000
Investeringsactiviteiten:		
Verkoop bedrijfsmiddel		100.000
Financieringsactiviteiten:		
Aflossing lening		(80.000) +
Mutatie kasmiddelen		70.000

Dankzij FAS 95 of een vergelijkbare richtlijn kan men zich een oordeel vormen over de vraag in hoeverre de netto winst in meer of mindere mate in contanten gegenereerd is en dus uitgekeerd zou kunnen worden. Ook geeft een opstelling conform figuur 2 inzicht in de oorzaken van de mutatie van kasmiddelen.

3 Het onderzoek[7]

3.1 Nieuwe informatie

Slechts in negen SHBM's werd nieuwe informatie aangetroffen. Onder nieuwe informatie wordt hier verstaan informatie, die niet aanwezig was in de balans of winst- en verliesrekening of in de toelichting erop. De relatief

geringe hoeveelheid nieuwe informatie wordt ten dele verklaard, doordat de meeste gepubliceerde SHBM's voornamelijk opgesteld zijn als mutaties van balansposten van twee opeenvolgende jaren; deze behoren dus tot de categorie middelenoverzicht. In de SHBM's van Polygram en TIP Europe komen wel nieuwe gegevens voor, zoals bijvoorbeeld de feitelijk betaalde belasting. De SHBM's van genoemde twee bedrijven wijken sterk af van de overige; het zijn duidelijk kasstroomoverzichten. Dit is te danken aan het feit, dat de aandelen van deze bedrijven niet alleen op de effectenbeurs van Amsterdam, maar tegelijkertijd ook op die van New York respectievelijk Londen in notering werden genomen.

3.2 Toelichting en betekenis van de gebruikte termen

Behalve Polygram en TIP Europe bevatte geen van de onderzochte prospectussen een afzonderlijke toelichting op de SHBM. Het was daardoor niet altijd mogelijk de gegevens van de SHBM in overeenstemming te brengen met die uit de balans en winst- en verliesrekening en vice versa. Hier wordt gedoeld op het verschijnsel, dat bijvoorbeeld het bedrag van de verandering in het werkkapitaal overeenkomstig gegevens van de balans niet in overeenstemming was met dezelfde term van de SHBM. Ook de aanwezigheid van een post 'Overige mutaties' op de SHBM droeg niet bij tot een vergroting van het inzicht. Een op een bepaalde manier gedefinieerde term dient niet van betekenis te veranderen. In twintig van de onderzochte prospectussen was aan deze voorwaarde niet voldaan. Zo werden bijvoorbeeld de balansposten 'Voorraden' en 'Onderhanden werk' op de SHBM samengevoegd tot 'Voorraden'. Minder ernstig, maar toch verwarrend was, dat de term 'Te betalen dividend' in de SHBM aangegeven werd met 'Dividend'.

3.3 Vreemde valuta's

De meeste van de bij het onderzoek betrokken bedrijven hebben te maken met de effecten van veranderingen in de waarde van vreemde valuta's. Zoals figuur 3 laat zien, vermelden slechts negen bedrijven deze effecten apart in hun SHBM. Drie bedrijven, die blijkens de beschrijving van hun afzetmarkten met vreemde valuta's geconfronteerd worden, maken geen enkele melding hiervan in hun prospectus, noch in de SHBM zelf, noch in de toelichting op de jaarrekening. De resterende eenentwintig bedrijven vermelden in hun toelichting (maar niet in hun SHBM), hoe zij de effecten van de waardeveranderingen van vreemde valuta's hebben verwerkt in hun jaarrekening zonder de omvang van bedoelde effecten aan te geven.

Figuur 3: Vermelding van vreemde valuta's in SHBM

	met toelichting	zonder toelichting	
	ondernemingen	ondernemingen	percentages (als som van de rij)
Afzonderlijk vermeld	9	-	27.3
Niet afzonderlijk vermeld	21	3	72.7
	30	3	100.0

3.4 Aan- en verkopen

Het is voor (potentiële) beleggers van belang te weten, welk deel van de winst en omzet is gerealiseerd vanwege aankopen. Geen enkel bedrijf behalve Polygram geeft aan welk deel van de winst afkomstig is van de aangeschafte deelnemingen. Een ander aspect van de koop en verkoop van deelnemingen is, op welke wijze deze naar voren komen in de SHBM. Het merendeel van de ondernemingen die deelnemingen hebben gekocht, vermeldt deze informatie niet apart in de desbetreffende SHBM. Zestien bedrijven vermelden wel in de toelichting een verandering in de consolidatiekring.

3.5 Belastingen

In het algemeen zal er vanwege de Nederlandse regelgeving een verschil optreden tussen de vennootschappelijk berekende belasting (de belastinglast) en de daadwerkelijk betaalde belasting in een bepaald boekjaar. Dit wordt onder meer veroorzaakt door het bestaan van de deelnemingsvrijstelling of van fiscaal compensabele verliezen. Ook het feit dat de belastingdienst voorlopige aanslagen en naheffingen oplegt, leidt tot een verschil tussen de belastinglast en betaalde belasting. Er is derhalve een additioneel informatie aspect in het verschil tussen de post 'Belastingen' op de winst- en verliesrekening en de betaalde belasting. Geen enkele van de onderzochte SHBM's behalve Polygram en TIP Europe vermelden zowel de belastinglast als de feitelijk betaalde belasting.

4 Statistische analyse

Na de beknopte beschrijving van het onderzoek in paragraaf drie komt in deze paragraaf een analyse op een drietal punten aan de orde. Eerst is nagegaan of er in de onderzochte periode een verandering is opgetreden in de kwaliteit van de verstrekte informatie. Vervolgens is gekeken of er verschil bestaat tussen de informatiekwaliteit van de gepubliceerde SHBM's en type markt, de Officiële Markt of de Officiële Parallelmarkt van de Amsterdamse effectenbeurs. Tenslotte is onderzocht of en zo ja welke, relatie bestaat tussen de eerste en de laatste regel van een SHBM, dat wil zeggen tussen de netto winst en de sluitpost, de verandering in het netto werkkapitaal.

4.1 De kwaliteit in relatie tot de onderzochte periode

Een eventuele verandering in de kwaliteit van de onderzochte SHBM's in de loop van de tijd is afgemeten aan een verandering van de scores of rangnummers voor de gepubliceerde SHBM's gedurende de onderzoekperiode. De kwaliteit van de informatie is ordinaal bepaald en wel door cijfers te geven aan de uitkomst van elke test van paragraaf drie. Als bijvoorbeeld een nieuw gegeven in de SHBM was opgenomen, verkreeg de onderneming een cijfer +1; stonden er geen nieuwe gegevens in dan werd een –1 gegeven. Een tweede voorbeeld betreft de toelichting bij de SHBM, die door de onderneming gegeven was. Was de toelichting voldoende dan kreeg de desbetreffende onderneming een cijfer +1. Was de toelichting matig, dan werd het cijfer 0 gegeven. In het geval van een onvoldoende toelichting werd het cijfer –1 toegekend. Op deze manier is een rangorde ontstaan, waarbij de SHBM van de onderneming met de minste punten rangnummer één heeft gekregen, die met de op één na minste punten rangnummer twee, enzovoort. De rangorde staat vermeld in appendix I. Met behulp van Kendall's Tau methode is vervolgens nagegaan of er samenhang tussen de rangnummers en de verschillende kwartalen van de periode 1987 tot en met 1992 bestaat en zo ja, in welke mate.
De uitkomst van Kendall's Tau methode geeft aan, dat er geen verband bestaat tussen de kwaliteit van de in de SHBM verstrekte informatie zoals naar voren komt in de berekende rangnummers en het kwartaal, waarin de prospectus verschenen is. Dit is consistent met het feit dat de regelgeving van de Amsterdamse beurs met betrekking tot SHBM's in de onderzochte periode niet is veranderd.

4.2 Kwaliteit en type markt

Vervolgens is onderzocht of de gevonden rangorde afhankelijk was van het type markt, waarop de emissie plaats vond. Een van de krachtigste niet-parametrische toetsen om dit soort vraagstukken te onderzoeken is de Mann-Whitney U-test. De nul-hypothese luidt, dat er afhankelijk van de markt verschil in informatiekwaliteit in de onderzochte SHBM's bestaat, dat niet op toeval berust. Uit de uitgevoerde Mann-Whitney U-test blijkt, dat de nul-hypothese verworpen moet worden. Dat wil zeggen: de verschillen in de gevonden gemid-

delde waarden moeten aan het toeval worden toegeschreven op een 5% niveau.

4.3 Extra informatiewaarde van het netto werkkapitaal

De laatste analyse heeft betrekking op het verband tussen de netto winst en de verandering in het netto werkkapitaal. Er is onderzocht of en zo ja, in welke mate, de eerste en de laatste regel van de onderzochte SHBM's met elkaar samenhangen. De reden voor deze vraagstelling is of het berekenen van de verandering in het netto werkkapitaal extra informatiewaarde heeft ten opzichte van een situatie waarin alleen de netto winst bekend is. Naarmate er sprake is van een grotere samenhang tussen deze twee variabelen, is de *extra* informatiewaarde van het netto werkkapitaal minder.
Voor de regressie op basis van de gewone kleinste-kwadraten-methode zijn de sluitposten van de SHBM's die niet de verandering in het netto werkkapitaal toonden, herrekend. De gevonden regressievergelijkingen in appendix II laten een positieve, statistisch significante correlatie zien tussen de nettowinst en de verandering in het netto werkkapitaal. Uit de regressievergelijkingen in appendix II blijkt, dat de beste 'fit' in de zin van een hogere waarde van de R^2, optreedt als een niet-lineair verband wordt verondersteld tussen de verandering van het netto werkkapitaal en de netto winst. Dit komt naar voren in de exponent drie van de netto winst in de vergelijking. De verklaring van het niet-lineaire verband schuilt in de aanwezigheid van drie ondernemingen in het onderzoek (DAF, DSM en Polygram), waarvan de netto winst en de verandering in het netto werkkapitaal beduidend groter zijn dan die van de overige ondernemingen. De vergelijking met de hoogste verklaringswaarde luidt:

$$\textit{netto werkkapitaal} = -2{,}8525 + 0{,}8943 \times \textit{netto winst} - 0{,}0044 \times \textit{netto winst}^3/1000$$

De hierboven weergegeven niet-lineaire vergelijking impliceert dat de verandering van het netto werkkapitaal minder stijgt dan de netto winst. Dit zou kunnen duiden op het bestaan van 'economics of scale': grotere ondernemingen maken een efficiënter gebruik van hun werkkapitaal dan kleinere.
Het resultaat van de uitgevoerde regressie is niet in tegenspraak met onderzoek uitgevoerd door Wilson (1987, bladzijde 319). Ook Bowen *et al.* (1987, bladzijde 744) vinden een hoge correlatie tussen de netto winst en de verandering in het netto werkkapitaal. Met andere woorden: de informatiewaarde van het berekenen van de verandering in het netto werkkapitaal als de nettowinst al bekend is, is betrekkelijk gering. De implicatie van deze uitkomst is dat de waarde van het opstellen van een SHBM in de onderzochte emissieprospectussen niet zozeer ligt in het bepalen van de sluitpost, maar in het tonen van de opeenvolgende stappen om van de netto winst te komen tot de sluitpost.

5 Samenvatting en conclusie

Een emissieprospectus kan een belangrijke rol vervullen bij het verminderen van de informatie-asymmetrie tussen de ondernemingsleiding en potentiële beleggers. In dit artikel is verslag gedaan van een onderzoek naar de kwaliteit van SHBM's, die verplicht in een prospectus moeten worden opgenomen bij een verzoek voor een eerste notering van aandelen aan de Amsterdamse effectenbeurs. Deze verplichting geldt niet voor financiële instellingen, zoals banken en effectenmakelaars. In het geval dat een SHBM is gebaseerd op kasstromen geeft het aanvullende informatie ten opzichte van de balans en de winst- en verliesrekening. Een SHBM gebaseerd op balansmutaties, in dit artikel middelenoverzicht genaamd, zal in het algemeen geen nieuwe gegevens bevatten. Dit bleek de meest voorkomende SHBM te zijn in de onderzochte prospectussen.
Slechts negen van de 33 SHBM's bevatten nieuwe gegevens. In veertien prospectussen was de toelichting niet voldoende, terwijl in

meer dan de helft van de prospectussen de betekenis van de gebruikte termen onduidelijk danwel veranderd was. Belangrijke gegevens, zoals de feitelijk betaalde belasting of het aandeel in de winst van in het boekjaar verworven deelnemingen werden slechts incidenteel verstrekt. Een andere oorzaak van de grote variatie in informatiewaarde is dat relatief veel bedrijven de invloed van vreemde valuta's niet afzonderlijk in hun SHBM vermelden.

De bevindingen van dit onderzoek over SHBM's in emissieprospectussen komen in grote lijnen overeen met de uitkomsten van het onderzoek van Dijksma (1992): er bestaat ook in het geval van emissieprospectussen een grote variatie in de aard en inhoud van SHBM's. Analyse op basis van Kendall's Tau methode toont aan, dat de kwaliteit van de verstrekte informatie gedurende de onderzochte periode niet veranderd is. Een tweede toets naar een verband tussen de rangnummers en het type markt, Officiële Markt en de Officiële Parallelmarkt, geeft als resultaat dat kwaliteitsverschillen van SHBM's gepubliceerd voor beide markten aan het toeval mogen worden toegeschreven.

De derde toets, een regressie-analyse, laat zien dat er een positieve correlatie bestaat tussen de eerste regel van de onderzochte SHBM's, waar het resultaat na belastingen staat, en de sluitpost, de verandering in het netto werkkapitaal. Dit impliceert, dat de toegevoegde informatie van het netto werkkapitaal gering is. De informatiewaarde van een SHBM dient men te zoeken *tussen* de eerste en de laatste regel.

Gezien de grote variatie in de inhoud en de wijze van presenteren van de onderzochte SHBM's is er gerede twijfel of de informatie vervat in de regels tussen de netto winst en de verandering in het netto werkkapitaal veel bijdraagt aan de doelstelling, dat wil zeggen het verminderen van de ongelijke verdeling van informatie.

De regelgeving van de Amsterdamse effectenbeurs zou het formaat en de uniformiteit van presentatie duidelijk moeten aangeven. Hierbij verdient het aanbeveling aansluiting te zoeken met internationale ontwikkelingen op dit gebied vanwege het internationale karakter van het effectenverkeer.

Appendix I

Tot het onderzoek behoorden onderstaande bedrijven. Hoe hoger het rangnummer is, des te beter de kwaliteit van de gepubliceerde SHBM. Gelijke rangnummers duiden op gelijke scores met betrekking tot de kwaliteit.

rangnummer	*bedrijf*
7	Aalberts Industries
4	Air Holland
1	ATAG
7	Besouw, van -
7	Boer, de -
6	DAF
5	DICO international
5	Draka Holding
8	DSM
7	Flexovit
6	Free Record Shop
3	Fugro-McClelland
5	Gouda Vuurvast
7	HCA Holding
8	Helvoet Holding
2	Homburg
3	Hoop, van der
6	Kühne + Heitz
4	LCI Computer
9	Maas, Frans -
5	Nedcon Groep
8	Nedschroef
10	NKF
4	Oldelft
6	OPG
2	Ordina Beheer
11	Polygram
7	Randstad Holding
12	TIP Europe
7	Vilenzo International
8	Volmac
6	Welna
9	Weweler

Appendix II

(netto werkkapitaal) = a_0 + a_1 x (netto winst)

variabele	*coëfficiënt*	*standaarddeviatie*	*t-waarde*	*p-waarde*
constante	6,0886	4,8452	1,2566	10,6%
netto winst	0,2555	0,0580	4,4041	<0,1%
R kwadraat (gecorrigeerd):		0,1757		(0,1666)
F(1,91):		19,3957		[p-waarde = <0,1%]

(netto werkkapitaal) = a_1 x (netto winst)

variabele	*coëfficiënt*	*standaarddeviatie*	*t-waarde*	*p-waarde*
netto winst	0,2824	0,0541	5,2172	<0,1%
F(1,92):		27,2195		[p-waarde = <0,1%]

(netto werkkapitaal) = a_0 + a_1 x (netto winst) + a_2 x (netto winst)^3

variabele	*coëfficiënt*	*standaarddeviatie*	*t-waarde*	*p-waarde*
constante	-2,8525	4,2314	-0,6741	25,1%
netto winst	0,8943	0,1085	8,2439	<0,1%
(netto winst)^3/1000	-0,0044	0,0007	-6,4525	<0,1%
R kwadraat (gecorrigeerd):		0,4426		(0,4302)
F(2,90):		35,7356		[p-waarde = <0,1%]

(netto werkkapitaal) = a_1 x (netto winst) + a_2 x (netto winst)^3

variabele	*coëfficiënt*	*standaarddeviatie*	*t-waarde*	*p-waarde*
netto winst	0,8619	0,0970	8,8880	<0,1%
(netto winst)^3/1000	-0,0042	0,0006	-6,7252	<0,1%
F(2,91):		42,7667		[p-waarde = <0,1%]

Literatuur

Accounting Standards Board, *Financial Reporting Standard* No. 1, Cash Flow Statements, september 1991.

Bowen R.M., D. Burgstahler, L.A. Daley, The accrual and funds components of accrual versus cash flows, *The Accounting Review*, Vol. LXII, No. 4, oktober, 1987.

Dijksma, J., De staat van herkomst en besteding van middelen in Nederland; een hybride toestand, in: *Jaar in - Jaar uit 6*, redactie M.N. Hoogendoorn en C.D. Knoops, Wolters-Noordhoff, Groningen, 1992.

Financial Accounting Standards Board, *Financial Accounting Standards* No. 95, Statement of Cash Flows, november 1987.

International Accounting Standards Committee, *International Accounting Standards* No. 7, december 1992.

Raad voor de Jaarverslaggeving, *Richtlijnen voor de jaarverslaggeving, Ontwerp-richtlijn 4.20, De staat van herkomst en besteding van middelen*, december 1984.

Tel, M.L. en E. de With, Staat van herkomst en besteding van middelen, voorstel voor een nieuwe Nederlandse richtlijn, *Tijdschrift voor Bedrijfsadministratie*, januari/ februari 1993.

Vereniging voor de Effectenhandel, *Fondsenreglement, Reglement inzake vereisten voor notering aan de Officiële Markt en de Officiële Parallelmarkt ter beurze van Amsterdam*, juni 1983.

Wilson G.P., The incremental information content of accrual and funds components of earnings after controlling for earnings, *The Accounting Review*, Vol. LXII, No. 2, april 1987.

Noten

1 Ik ben prof. dr. M.N. Hoogendoorn RA, prof. dr. M.J.L. Jonkhart en de redactie van dit tijdschrift erkentelijk voor hun bereidheid een concept van dit artikel te voorzien van kanttekeningen. Verder dank ik de heren M. Lind, drs. B. Onkenhout en dr. J.C.M. van Ophem voor hun assistentie bij gedeelten van dit stuk. Vanzelfsprekend is de gehele inhoud inclusief eventuele tekortkomingen geheel voor mijn verantwoordelijkheid.

Het onderzoek in dit artikel maakt deel uit van een promotie-onderzoek dat betrekking heeft op de informatiekwaliteit van emissieprospectussen, uitgegeven door ondernemingen die een eerste notering van hun aandelen wensen aan de Amsterdamse effectenbeurs.

2 Vereniging voor de Effectenhandel, Fondsenreglement, Reglement inzake vereisten voor notering aan de officiële markt en de officiële parallelmarkt ter beurze van Amsterdam, juni 1983. Schema A, hoofdstuk 5, paragraaf 1.6. De publikatie van de balans en resultatenrekening van de meest recente drie boekjaren behoort eveneens tot de verplichtingen.

3 Financial Accounting Standars Board (FASB), Financial Accounting Standards No. 95, Statement of Cash Flows, november 1987.

4 Accounting Standards Board (ASB), Financial Reporting Standard No. 1, Cash Flow Statements, september 1991.

5 International Accounting Standards Commmittee (IASC), International Accounting Standard No. 7, december 1992.

6 FAS 95, paragraaf 5

7 Een volledig verslag van het onderzoek waarop deze paragraaf gebaseerd is, is verschenen als Research Memorandum 9306, The Funds Flow Statement of an Initial Public Offering (IPO) Introduction Memorandum, drs. L.R.T. van der Goot, Department of Economics, University of Amsterdam.