

Koers/winstverhoudingen op de beurs van Amsterdam

Een onderzoek naar verschillen in koers/winstverhoudingen tussen effectenbeurzen verdient een zo breed mogelijke, internationale aanpak.

De bespreking van ons onderzoek naar internationale verschillen in de koers/winst-verhouding van afzonderlijke ondernemingen door J. Keus (*ESB*, 13 januari 1993, blz. 43-45) vraagt op enkele punten om een weerwoord.

Een belangrijk doel van het onderhavige onderzoek was en is een aanzet geven tot discussie over de hoogte van de koers/winstverhoudingen (k/w) op de Amsterdamse effectenbeurs en de factoren die hierop van invloed zijn. Wij hebben een poging ondernomen de vele verklaringen die worden aangedragen voor de hoogte van de k/w in het algemeen en die van Amsterdam in het bijzonder te kwantificeren en analyseren, met name in internationaal perspectief. Ook het verwerpen van mogelijke verklaringen is hierbij van belang.

Bij empirisch onderzoek, waarbij nauwelijks uit bestaande literatuur kan worden geput, is de keuze en definitie van variabelen altijd een probleem. In het geval van een internationale vergelijking bij sterke institutionele verschillen geldt dit in het bijzonder. Gelukkig participeerden in het onderzoek een aantal instellingen, die geacht kunnen worden te zamen heel wat praktische ervaring en deskundigheid in huis te hebben¹.

De kritiek van Keus richt zich op de keuze van variabelen en de selectie van ondernemingen. Wat het eerste betreft: wij hebben vanaf de aanvang zoveel variabelen als mogelijk in de analyse betrokken, in totaal een twintigtal, waaronder vrijwel alle factoren die Keus opsomt. Natuurlijk kan altijd over de precieze definitie worden getwist. De steekproefomvang – wij hebben 200 waarnemingen gebruikt – moet worden beoordeeld in samenhang met de va-

riabiliteit van de (potentieel) verklarende variabelen.

Smalle basis

Onze berekeningen zijn gebaseerd op in totaal ongeveer 200 waarnemingen (vijf landen, tien ondernemingen per land en vier jaar), gelijkelijk verdeeld over vijf bedrijfsklassen. Elk land wordt hierbij vertegenwoordigd door vijftig waarnemingen en zo ook elke bedrijfsklasse. Bij dit laatste moet worden bedacht dat dit gespreid is over landen en jaren. Omdat hierbij enige nuancering op zijn plaats is, worden geen gedetailleerde uitspraken gedaan met betrekking tot de invloed van bedrijfsklassen op de k/w. Voor het overige geldt dat de gevonden uitkomsten significant zijn, echter zonder dat ze ons in staat stellen om een sluitende verklaring te vinden voor de variatie in de k/w van afzonderlijke ondernemingen op een gegeven tijdstip. Dat was ook niet de doelstelling van het onderzoek. We beperken ons tot uitspraken over invloeden op de k/w in het algemeen en verschillen in k/w tussen beurzen in het bijzonder. Natuurlijk is een breder onderzoek uit te voeren, maar de complexiteit van de te verzamelen gegevens – met name de 'accounting principles' en de beschermingsconstructies – maken het twijfelachtig of waardevolle verbeteringen zijn te verwachten, die opwegen tegen de daaraan verbonden hoge kosten.

Kwakkelende ondernemingen

De k/w van een land, zoals weergegeven door Morgan Stanley maar ook door andere instituten, is gebaseerd op een (min of meer representatieve) selectie van beursfondsen. Hierbij worden ook zogenaamde 'kwakkelende' ondernemingen

meegewogen, ja zelfs ondernemingen met een negatieve winst². Alle fondsen met een positieve winst komen daarom in aanmerking voor het onderzoek³. Statistische analyse moet vervolgens uitwijzen welke factoren van invloed zijn op de k/w van een onderneming en of op basis hiervan er verschillen tussen landen zijn waar te nemen. Het verwijderen van kwakkelende ondernemingen, zoals Keus voorstelt, leidt tot een voorselectie op subjectieve gronden van het datamateriaal en lijkt geen verbetering. Ondernemingen met afwijkende eigenschappen dienen juist in de analyse te worden betrokken, met daarbij het opnemen van de noodzakelijke verklarende variabelen, zoals bijvoorbeeld de winstgroei en winstvariabiliteit. Ook het verwijderen van ondernemingen op andere gronden – bij voorbeeld met een notering op meerdere beurzen, zoals Keus suggereert – is om dezelfde redenen ongewenst.

Irreële uitkomsten

Deze kritiek is terecht. Anders dan de winstcijfers waren de koersen die wij van Morgan Stanley ontvingen onderworpen aan een correctie voor variaties in het aandelenkapitaal. Dit is door ons ten onrechte over het hoofd gezien. Het gevolg was dat in de berekeningen met name de cijfers uit de vroegere jaren zijn vertekend, wat heeft geleid tot de gesignaleerde lage k/w's in 1980. De berekeningen zijn intussen met de juiste cijfers overgemaakt, zonder schokkende gevolgen voor de eindresultaten van het onderzoek.

Onduidelijkheid

Het valt niet mee om in de wirwar van soorten aandelen, welke met name per land sterk verschillen, een duidelijke lijn te trekken. Wij hebben

1. Dit waren o.a. ABN Amro bank, Moret Ernst & Young, Morgan Stanley Capital International en de Robeco Groep.

2. Een negatieve winst leidt er toe dat voor een onderneming geen zinnige k/w is vast te stellen. Deze fondsen zijn door ons dan ook uit het originele bestand verwijderd. Van de uiteindelijk geselecteerde fondsen is één fonds weggelaten omdat het duidelijk een uitbijter betrof.

3. Uit dit bestand van fondsen met een positieve winst is een steekproef getrokken. Deze steekproef is gericht op een zo groot mogelijke spreiding van de individuele karakteristieken van de fondsen.

ons daarom, mede op grond van pragmatische redenen, beperkt tot analyse van de soorten aandelen waarvan Morgan Stanley gegevens bijhoudt. Voor de vijf landen in ons onderzoek (behalve Zwitserland) beperkt dit zich tot gewone aandelen. De invloed van allerlei andere soorten aandelen en boekhoudkundige constructies is vervolgens deels via verklarende variabelen in het onderzoek betrokken. Ook hier speelt weer mee dat uitspraken over de k/w doorgaans zijn gebaseerd op cijfers van Morgan Stanley, welke zich meestal beperken tot gewone aandelen.

De benadering die Keus voorstaat werkt vanuit een ander oogpunt. Hij pleit er voor de k/w's vooraf te corrigeren voor zoveel mogelijk factoren, om vervolgens een beperkt aantal overblijvende verklarende variabelen in het model op te nemen. Een diepgaande analyse van alle ondernemingen in de steekproef en een moeizame vergelijking tussen bestaande praktijken en gebruiken in de vijf landen is hiervoor noodzakelijk. Wij geven er de voorkeur aan om de afweging van mogelijke verklarende variabelen langs statistische weg te maken.

Pay-out ratio

Voor de pay-out ratio zijn wij wederom uitgegaan van de gegevens en de

definitie van Morgan Stanley. In deze benadering maken de zogenaamde 'tax credits' onderdeel uit van de uitgekeerde winst in een aantal landen – met name in Frankrijk, het Verenigd Koninkrijk en Duitsland – en zou de door Keus aangevoerde vertekening kunnen optreden. Wij verwachten niet dat dit veel effect heeft op onze resultaten. Bij herhaling van het onderzoek zullen wij dit nagaan, voorzover de gegevens het toelaten, door de k/w's hiervoor te corrigeren of via introductie van een aparte variabele 'tax credits'.

Vervolgonderzoek

Tot slot heeft Keus nog enkele suggesties voor een eventueel vervolgonderzoek. Zowel de beperking tot Amsterdam en een tweede buitenlandse beurs (de hoogst scorende), alsook een verkorte analyse (met drie verklarende variabelen) beantwoorden niet aan de open doelstelling van ons onderzoek. Wij blijven erbij dat uit methodologisch oogpunt een onderzoek met in de eerste plaats zoveel mogelijk variabelen en in de tweede plaats zoveel mogelijk variatie in die variabelen de voorkeur verdient. De voorgestelde beperking tot twee landen veroorzaakt een keuze probleem: moeten we Amsterdam vergelijken met een land met een hoge k/w (bij voorbeeld Duitsland), of met een lage k/w

(Verenigd Koninkrijk)? Algemene conclusies zijn op basis van een dergelijk onderzoek tussen twee willekeurige landen moeilijk te trekken. Wij pleiten daarom eerder voor een verdere uitbreiding van het aantal landen.

Het stimuleren van nader onderzoek op dit gebied is zowel voor ons als voor onze opdrachtgever, Amsterdam Financial Centre, van groot belang. Onze bevindingen lijken een goed vertrekpunt voor discussie en verder onderzoek. De suggesties van de heer Keus lijken ons geen verbetering: terug in de richting van nationaal onderzoek en een meer partiële benadering, waar onderzoek op een breder terrein – met name internationaal – gewenst is. Wij houden daarom vast aan een bredere onderzoeksaanpak. Er worden plannen ontwikkeld om het onderzoek met een uitbreiding tot een recent jaar (1992) te herhalen. Hierbij zullen wij zeker de alternatieve specificatie van de pay-out ratio, zoals de heer Keus suggereert, mede beproeven.

Marko van Leeuwen

De auteur is verbonden aan de Stichting voor Economisch Onderzoek der Universiteit van Amsterdam