

## Koers/winstverhoudingen op de beurs van Amsterdam

*Waarom verschillen de koers/winstverhoudingen van aandelen per beurs? Hier volgt een kritische analyse van onlangs verricht onderzoek.*

Al jaren is er een discussie gaande over de beurs van Amsterdam. De koersen van de aandelen genoteerd aan deze beurs zouden lager zijn dan die van aandelen genoteerd aan andere Europese beurzen. De koers/winst-verhouding (k/w) zou in Amsterdam, zo wordt in financiële kringen algemeen aangenomen, lager zijn dan in andere financiële centra. Dit imago, een land te zijn met een lage k/w, wordt geacht een ongunstig effect te hebben op het vertrouwen van buitenlandse beleggers. Bovendien zou het Nederlandse ondernemingen in een ongunstige positie brengen wat betreft internationale acquisities en de uitgifte van nieuwe aandelen.

Tegen deze achtergrond heeft de Stichting "Amsterdam Financial Centre" (AFC) het initiatief genomen een wetenschappelijk onderzoek in te stellen om te bezien of de k/w op de beurs van Amsterdam inderdaad relatief laag is, en zo ja wat de redenen daarvoor zouden zijn<sup>1</sup>.

De uitkomsten van een dergelijk onderzoek zijn uiteraard niet alleen van belang voor beleggers en ondernemingen. Ook de beurs van Amsterdam heeft belang bij hoge k/w-verhoudingen. Hoge koersen kunnen immers leiden tot een stijging van de, in geld gemeten, beursomzetten. Hoge koersen kunnen ook bijdragen aan een levendige handel, de introductie van nieuwe fondsen en het aantrekken van buitenlandse beleggers. Kortom, een beurs kan op deze wijze uitgroeien tot een krachtig financieel centrum.

### Verschillen in k/w

Elke onderneming is uniek. Het is daarom niet verwonderlijk dat er op een beurs (grote) verschillen bestaan in de hoogte van de k/w van de ver-

handelde fondsen. Voor deze verschillen kunnen onder meer de volgende redenen worden genoemd:

- groeifondsen hebben vergeleken met de meer stabiele fondsen een hogere k/w;
- er zijn ondernemingen die bijna geen winst maken. De k/w kan in dergelijke gevallen hoog tot zeer hoog zijn, omdat de noemer van de formule nadert tot nul. Om deze reden is een hoge k/w niet zonder meer positief;
- er zijn ondernemingen (DSM, Hoogovens en KNP) die relatief sterk conjunctuurgevoelig zijn. Van tijd tot tijd hebben deze ondernemingen te kampen met afzetproblemen en overcapaciteit. Beleggers eisen dan een hogere risicopremie. Dit leidt tot lagere koersen;
- beschermingsconstructies tegen een onvriendelijke overname kunnen een koersdrukkende werking hebben, omdat de invloed van aandeelhouders wordt beperkt;
- wettelijke regelingen voor de winstberekening geven (in ons land) enige vrijheid in het bepalen van de omvang van de winst. Dit beïnvloedt de k/w. Immers, als beleggers door de wijze van winstberekening heen kijken, zullen overigens identieke ondernemingen gelijke koersen hebben; wanneer echter de winst per aandeel verschilt ten gevolge van ongelijke winstbepalingsmethoden zullen logischerwijs ook de k/w-verhoudingen verschillen vertonen;
- sommige fondsen zijn genoteerd aan meerdere beurzen. Wanneer op de beurs van New York een sterke vraag naar Koninklijke Olie ontstaat, zal via arbitrage de koers van dit fonds in Amsterdam stijgen;
- naast gewone aandelen zijn soms preferente aandelen, warrants en/of converteerbare obligaties in

omloop. Dit kan de k/w van gewone aandelen beïnvloeden;

- het deel van de winst dat als dividend wordt uitgekeerd, kan per onderneming verschillen. Daardoor kunnen ook de k/w-verhoudingen verschillen<sup>2</sup>;
- de markt voor kleine fondsen kan 'dun' zijn. Reeds een klein aanbod kan tot een forse koersdaling leiden. De risico's die hiermee samenhangen hebben een koersdrukkende werking;
- kansen en bedreigingen uit hoofde van nieuwe markten zijn niet voor alle ondernemingen gelijk.

Zoals er redenen zijn te noemen die een verklaring kunnen geven voor verschillende k/w-verhoudingen op één beurs, zo zijn er ook argumenten te noemen voor het bestaan van verschillen tussen beurzen wat betreft gemiddelde k/w-verhoudingen:

- de samenstelling van de verhandelde fondsen naar omvang en bedrijfstype verschilt per beurs. Mede daardoor is de invloed van de zojuist genoemde redenen van beurs tot beurs verschillend;
- de omvang en efficiëntie van de organisatie van een beurs heeft mogelijk invloed op de omvang van de gemiddelde k/w;
- de fiscale wetgeving wat betreft inkomsten uit beleggingen verschilt van land tot land. Ons land kent bij voorbeeld de zogenaamde dubbele heffing: winsten worden eerst belast met vennootschapsbelasting, vervolgens worden aan particulieren uitgekeerde winsten belast met inkomstenbelasting. In landen waar een milder fiscaal klimaat heerst, zouden de koersen hoger kunnen zijn;
- het inflatiepercentage, de rentestand, de economische groei en de verwachtingen daaromtrent zijn per land verschillend;
- de speelruimte die ondernemers hebben bij het berekenen van de winst is niet in alle landen gelijk.

1. M.J. Bennis, M.J. van Leeuwen; under supervision of J.S. Cramer, *Price/earnings-ratios, an international survey at company level*, Stichting voor Economisch Onderzoek, Amsterdam, 1992.

2. Op dit punt lopen in de literatuur de meningen uiteen. Zie R.A. Brealey and S.C. Myers, *Principles of corporate finance*, Hfs. 16, The dividend controversy, McGraw-Hill, 1988.

## Onderzoek

Het wetenschappelijk onderzoek naar k/w-verhoudingen waarvoor AFC opdracht gaf, is uitgevoerd als een gezamenlijk project van verschillende deelnemers<sup>3</sup>. De Stichting voor Economisch Onderzoek (SEO) verzamelde de beschikbare gegevens, voerde statistische analyses uit en rapporteerde daarover. De SEO maakte bij het onderzoek gebruik van de expertise van alle participanten van AFC voor de interpretatie van de onderzoeksresultaten.

Het onderzoek betreft de jaren 1980, 1984, 1987 en 1990 voor de beurs van Amsterdam en de directe concurrenten Frankfurt, Londen, Parijs en Zürich. Per beurs werden tien fondsen geselecteerd die in elk van de genoemde jaren in het onderzoek werden betrokken. Voor de beurs van Amsterdam werden onder meer geselecteerd Ahold, Elsevier, Koninklijke Olie, Nationale-Nederlanden en Unilever NV. Bij de selectie van de fondsen werden vijf bedrijfsklassen volgens een indeling van Morgan Stanley Capital International onderscheiden, namelijk Energy and materials, Capital equipment, Consumer goods and Retail trade, Non-financial services and Financial services. Uit elke bedrijfsklasse werden per beurs twee fondsen geselecteerd: de grootste onderneming en willekeurig één andere onderneming. Het totaal aantal waarnemingen bedraagt derhalve 200. De datum waarop de koers betrekking had, was steeds eind april. Als winst werd aange-merkt de nettowinst van het kalenderjaar waarin bedoelde datum viel.

Het rapport bevat een beschouwing over twintig gekozen variabelen als mogelijke determinanten van de k/w<sup>4</sup>. De onderzoekers merken in dit verband op dat sommige van deze variabelen, zoals winstbepalingsmethoden en beschermingsconstructies moeilijk op een directe wijze zijn te meten. Er is hier sprake van een complexe aangelegenheid die al bij de beperkte omvang van twee honderd waarnemingen een aanzienlijke inspanning vereiste. Verzameling op ruime schaal van de betreffende gegevens zou, met het oog op tijd en kosten, prohibitief zijn.

Het onderzoek is uitgevoerd met behulp van lineaire regressie-analyse waarbij de verklarende variabelen werden gesplitst in variabelen speci-

fiek per onderneming en variabelen specifiek per land. Tevens werden dummy variabelen gebruikt.

## Onderzoeksresultaten

Uit het onderzoek blijkt dat van de twintig gekozen variabelen de volgende variabelen belangrijke determinanten zijn van de k/w:

- specifiek per onderneming: winstbepalingsmethoden, de pay-out ratio, de omvang van een onderneming en de gemiddelde groei van de winsten;
- specifiek per land: de lange-termijnrentevoet, het belastingregime en de trend in de koersontwikkeling.

Wat betreft de beurs van Amsterdam kunnen de belangrijkste resultaten van het onderzoek als volgt worden samengevat:

De gangbare opvatting dat de k/w van fondsen die verhandeld worden op de beurs van Amsterdam lager is dan die van elders verhandelde fondsen, wordt bevestigd. De onderzoekers komen tot de bevinding dat voor de lage score van Amsterdam vooral de volgende redenen zijn aan te wijzen:

- een relatief ongunstig fiscaal regime voor aandeelhouders;
- een lage omvang van de gemiddelde ondernemingsgrootte;
- een lage pay-out ratio (van de winst wordt relatief weinig als dividend uitgekeerd).

Volledigheidshalve dient te worden vermeld dat de score van Amsterdam laag is ondanks het feit dat de gehanteerde winstbepalingsmethoden volgens het onderzoek in positieve zin bijdroegen aan de gemiddelde k/w van Nederlandse fondsen.

## Commentaar

De onderzoekers en hun secondanten hebben veel en belangrijk werk verricht. Daarvoor is een compliment op zijn plaats. Een positieve waardering verdient vooral het feit dat een groot aantal verklarende variabelen in het onderzoek is betrokken. Enige subjectiviteit is uiteraard onvermijdelijk bij de selectie van verklarende variabelen uit een veelheid van mogelijke factoren die van invloed kunnen zijn op de hoogte van k/w-verhoudingen. Wat betreft het aantal en de

aard van de verklarende variabelen voldoet het onderzoek in belangrijke mate aan daartoe te stellen, wetenschappelijke criteria. Tegelijkertijd vertoont het onderzoek evenwel een aantal serieuze tekortkomingen waardoor het niet geschikt is als fundament voor wetenschappelijk verantwoorde uitspraken over de relatieve hoogte van k/w-verhoudingen op de Amsterdamse effectenbeurs. De tekortkomingen luiden als volgt.

### *Smalle basis*

De basis waarop het oordeel over de beurs van Amsterdam berust, is smal. Er werden immers slechts tien Amsterdamse fondsen in het onderzoek betrokken. Twee van deze fondsen, Koninklijke Olie en Unilever NV, worden bovendien in belangrijke mate ook op andere beurzen verhandeld zodat de koersvorming van deze fondsen in Amsterdam mede bepaald wordt door de koersvorming elders. Waarom heeft men deze fondsen toch geselecteerd?

### *Kwakkelende ondernemingen*

Een hoge k/w kan, afgezien van andere redenen, twee geheel verschillende oorzaken hebben:

- een hoge koers bij een normaal winstniveau. (De koers kan hoog zijn omdat beleggers in de naaste toekomst een forse groei van de winst verwachten);
- een lage koers bij een nog lager winstniveau. (Denk aan kwakkelende fondsen waarbij de winst naar nul tendeert. Extreem hoge ratio's zijn dan mogelijk).

De onderzoekers van de SEO werden ook met laatstgenoemd verschijnsel geconfronteerd. Op blz. 38 van het rapport stellen ze: "Another observation (...) is omitted because

3. Aan het project werkten mee de ABN Amro Bank, Moret Ernst & Young, Morgan Stanley Capital International, de Robeco groep en de Stichting voor Economisch Onderzoek.

4. Het betreft de volgende variabelen: "accounting principles; earnings growth; economic growth (current); economic growth (future); exchange rate stability; fend-off-measures (volgens twee methoden); industry class; inflation; interest rate; options; pay-out ratio; risk; risk behaviour of institutional investors; savings; size of company; solvency of a company; stock exchange turnover; tax system; trend in stock prices".

the P/E value was extremely high as a result of close to zero earnings in that particular year". Voor de kritische lezer rijzen hier vragen als wanneer vinden de onderzoekers een ratio 'extreem hoog'; hebben de onderzoekers 'hoge' (maar niet extreem hoge) ratio's uit hoofde van 'close to zero earnings' wel in het onderzoek betrokken; wat verstaan de onderzoekers precies onder 'close to zero'?

Zolang er geen duidelijk antwoord op deze vragen is gegeven, kan gesteld worden dat solide Amsterdamse fondsen mogelijk in een ongunstig daglicht zijn geplaatst, omdat het niet uitgesloten is dat ze ook vergeleken werden met kwakkelende buitenlandse fondsen die de gemiddelde k/w in hun land (fors) deden stijgen. Bovendien zouden in dat geval de genoemde redenen waarom de beurs van Amsterdam laag scoort deels onjuist kunnen zijn.

De onderzoekers hadden de hier gesignaleerde problematiek grotendeels kunnen voorkomen door bij de selectie van fondsen de eis te stellen dat een fonds over de betreffende jaren dividend uitkeerde en niet behoefde over te gaan tot verlaging van het dividend. Overigens valt op te merken dat het in de rapportage van dit type onderzoek gewenst is naast gemiddelde waarden ook medianen te vermelden ten einde uitschieters zo veel mogelijk te elimineren.

#### *Irreële uitkomsten*

De onderzoekers hebben over het jaar 1980 voor de tien Nederlandse fondsen een gemiddelde k/w berekend van 1,1 (blz. 3). Wat dit cijfer ook moge voorstellen, het is zeker niet de gemiddelde k/w van genoemde fondsen<sup>5</sup>. Nog onwaarschijnlijker is het gewogen gemiddelde van de k/w-verhoudingen van de fondsen genoteerd aan de beurs van Parijs in het jaar 1980. De onderzoekers hebben hier een getal van 0,75 berekend, hetgeen betekent dat de fondsen in Parijs samen een beurswaarde zouden hebben gehad die lager was dan de winst van één jaar. Dergelijke volstrekt irreële k/w-verhoudingen maken de uitkomsten van het onderzoek weinig geloofwaardig.

#### *Onduidelijkheid*

Niet alleen in ons land, ook in het buitenland kent men verschillende soorten aandelen per onderneming<sup>6</sup>. Of de onderzoekers per onderne-

ming de verschillende soorten aandelen al of niet bij elkaar hebben opgeteld, onttrekt zich aan de waarneming van de lezers van het rapport. Onduidelijk is ook hoe men mengvormen van aandelen en obligaties, zoals winstdelende obligaties, heeft behandeld. Anders gezegd, de onderzoekers hebben nagelaten een exacte definitie van een aandeel te geven. Het is derhalve onduidelijk wat de onderzoekers precies hebben onderzocht. Dit bemoeilijkt de interpretatie van de onderzoeksresultaten.

#### *Pay-out ratio*

Een pay-out ratio wordt algemeen gedefinieerd als de verhouding tussen de uitgekeerde winst en de gemaakte netto winst. De onderzoekers hanteren echter een afwijkende definitie. Bij de uitgekeerde winst tellen ze voor de landen Frankrijk, Verenigd Koninkrijk en Duitsland de zogenaamde 'tax credits' op. Deze handelwijze heeft twee bezwaren:

- de definitie wijkt af van wat in de literatuur en de praktijk gebruikelijk is waardoor misverstanden kunnen ontstaan (door de 'tax credits' als uitgekeerde winst te beschouwen zonder dat de gemaakte winst met de 'tax credits' wordt verhoogd, ontstaan bij voorbeeld situaties waarin de 'uitgekeerde winst' groter is dan de gemaakte winst en de pay-out ratio groter is dan één);
- bij de variabele 'belastingstelsel' is eveneens rekening gehouden met het bestaan van 'tax credits'; het is daarom ongewenst de 'tax credits' nogmaals via de pay-out ratio in het onderzoek te betrekken.

Het zou beter zijn geweest indien men 'tax credits' per aandeel als afzonderlijke variabele in het onderzoek had betrokken (en derhalve niet via de variabelen belastingstelsel en pay-out ratio). In elk geval hebben de onderzoekers niet aangetoond dat de Nederlandse fondsen een lagere pay-out ratio (volgens de gebruikelijke definitie) hebben dan de buitenlandse fondsen.

#### **Conclusie en aanbevelingen**

De smalle basis van het onderzoek, de (mogelijk) verstorende invloed van kwakkelende ondernemingen, irreële uitkomsten en tekortkomingen op het terrein van essentiële defi-

nities leiden tot de conclusie dat de resultaten van het onderzoek, wetenschappelijk gezien, op een te wankel fundament berusten. In het belang van het imago van de beurs van Amsterdam is het daarom gewenst dat het onderzoek (op onderdelen) wordt overgedaan.

Wanneer het onderzoek door de SEO wordt overgedaan, dan dient men zich te realiseren dat de basis van het verbeterde onderzoek nog steeds smal is. Daarom verdient dat onderzoek niet meer, maar ook niet minder dan de kwalificatie vooronderzoek. Indien mocht blijken dat in dit vooronderzoek de beurs van Amsterdam laag scoort dan is het gewenst dat de Stichting "Amsterdam Financial Centre" een aanvullend onderzoek laat uitvoeren. Dat onderzoek zou zich kunnen beperken tot de beurs van Amsterdam en de beurs met de hoogste score.

Om een meer gedegen oordeel te kunnen vormen over de beurs van Amsterdam zou men voor een recent jaar tenminste 25 Nederlandse fondsen moeten vergelijken met 25 fondsen van de beurs met de hoogste score in het vooronderzoek. Het aantal van 25 lijkt nodig om een goede spreiding te krijgen over de verschillende bedrijfsklassen en om voldoende grote en kleine ondernemingen in het onderzoek te betrekken.

Mocht andermaal blijken dat Amsterdam laag scoort dan zou men via de analyse-methode van het vooronderzoek, rekening houdend met het hierboven gegeven commentaar, kunnen trachten voor de geconstateerde verschillen verklaringen te vinden. Indien er evenwel onvoldoende budgetten voor een dergelijke analyse zouden zijn, dan zou de Stichting "Amsterdam Financial Centre" kunnen overwegen een verkorte analyse te laten uitvoeren met drie verklarende variabelen, namelijk bedrijfsklasse, bedrijfsomvang en 'tax credits' per aandeel.

#### **J. Keus**

De auteur is verbonden aan de Erasmus Universiteit Rotterdam.

5. Zie daartoe onder meer *Wegwijzer voor Nederlandse effecten*, Keusing, Amsterdam, december 1981-10.

6. Zie onder meer: Nestlé, *Jabresbericht 1990*, blz. 58.