Boekbespreking

Financial Analysis

Bill Rees
Prentice Hall, 1990

Het onderhavige boek omvat 515 pagina's, inclusief onderwerpenindex en auteursindex. De stof is verdeeld over vier delen en elf hoofdstukken. In het boek is niet duidelijk aangegeven waar de delen beginnen en eindigen. Uit de laatste paragraaf van hoofdstuk 1 valt evenwel de navolgende indeling af te leiden: hoofdstuk 1 (deel 1, inleiding), hoofdstuk 2-5 (deel 2, basiskennis benodigd in het kader van de financiële analyse), hoofdstuk 6-10 (deel 3, toepassing van financiële analyse op verschillende gebieden) en hoofdstuk 11 (deel 4, voorschriften met betrekking tot de externe financiële verslaggeving).

In hoofdstuk 1 wordt ingegaan op de gebruikers van financiële informatie. Volgens Rees zijn de gebruikers allemaal als financiële analisten te beschouwen. Dus niet alleen de beleggingsanalisten zijn in de ogen van Rees te beschouwen als financiële analisten, maar ook de werknemers, de klanten en het algemene publiek. Vervolgens wordt een groot aantal informatiebronnen die de financiële analisten ter beschikking staan besproken. Daarna wordt ingegaan op de merites van de scheiding van eigendom en bestuur binnen de onderneming en de daaruit voortvloeiende verhouding tussen aandeelhouders en management. Aan het slot van het eerste hoofdstuk wordt kort een aantal ontwikkelingen in de theorie uit de doeken gedaan. Daarbij worden onder meer de efficiënte markttheorie en de 'positive accounting theory' aangestipt.

In hoofdstuk 2 worden de basisconcepten met betrekking tot de jaarrekening besproken en wordt ingegaan op een aantal probleemgebieden aangaande de externe financiële verslaggeving, zoals het gegeven dat uit de balans en resultatenrekening vaak niet zonder meer de economi-

sche waarde van een onderneming kan worden afgelezen. Ten aanzien van de regelgevende organen wordt geconstateerd dat bij de keuze van de verslaggevingsregels rekening moet worden gehouden met de – vaak tegenstrijdige – belangen van een groot aantal gebruikerscategorieën. De criteria die in het keuzeprocess een rol spelen passeren de revue. De auteur vraagt zich af waarom analisten zoveel waarde hechten aan de jaarrekeningen van ondernemingen. Hij stelt deze vraag in het licht van een efficiënte aandelenmarkt. Hoofdstuk 2 wordt besloten met een bespreking van de jaarrekening op basis van actuele waarde en het kasstromenoverzicht. Geconstateerd wordt dat beide overzichten vergeleken met de jaarrekening op basis van historische kosten over het algemeen weinig additionele informatie opleveren.

Hoofdstuk 3 handelt over de ratio-analyse. Bij deze analysetechniek doen zich een aantal problemen voor. Zo dient vanwege het grote aantal mogelijke ratio's een keuze te worden gemaakt. Een ander probleem heeft betrekking op het feit dat bij de berekening van ratio's veelal van jaarrekeningcijfers moet worden uitgegaan. Bij de vergelijking van verschillende ondernemingen zal aldus rekening moeten worden gehouden met van elkaar afwijkende waarderingsgrondslagen. Ook kunnen ratio's een vertekend beeld geven van de werkelijkheid, bijvoorbeeld doordat in tijden van inflatie – bij waardering op basis van historische kosten – de winst te hoog wordt voorgesteld en het vermogen te laag. In dit hoofdstuk wordt ook de (statistische) relatie tussen de teller en de noemer van een ratio aan de orde gesteld en wordt ingegaan op de statistische verdeling van ratio's die betrekking hebben op verschillende ondernemingen. Laatstgenoemde verdeling is veelal niet normaal; de implicaties die daaruit voortvloeien worden besproken. Heeft hoofdstuk 3 met name betrekking op de (gelijktijdige) vergelijking tussen ondernemingen, hoofdstuk 4 daarentegen gaat vooral over de volgtijdige verge-

lijking van de cijfers van een bepaalde onderneming. Ingegaan wordt op de analysetechnieken en de moeilijkheden die zich kunnen manifesteren bij vergelijkingen in de tijd. Verder handelt hoofdstuk 4 over de wijze waarop op basis van tijdreeksen voorspellingen kunnen worden gedaan. Vooral op de nauwkeurigheid en het nut van de voorspellingen gedaan door beleggingsanalisten wordt ingegaan. Daarnaast wordt kort ingegaan op voorspellingen van ondernemingsleidingen.

In hoofdstuk 5 wordt de structuur en het belang van de kapitaalmarkten besproken. In dat kader wordt onder meer ingegaan op de problemen en uitdagingen waarvoor de Londense beurs zich gesteld ziet als gevolg van de 'Big Bang', de voortgaande internationalisatie van het kapitaalverkeer, de Europese eenwording en dergelijke. Vervolgens wordt de relatie tussen het rendement en het risico van beleggingen uit de doeken gedaan en worden de portfolio theorie, het 'capital asset pricing model' (CAPM) en de 'arbitrage pricing theory' (APT) behandeld. Bij de behandeling van het CAPM wordt het gebrekkige realiteitsgehalte van de aan het model ten grondslag liggende vooronderstellingen aan de orde gesteld. Daarbij wordt ingegaan op de problemen die zich manifesteren bij het vaststellen van de β (de risicofactor), de risicovrije rentevoet en het markrendement. De ontwikkeling van de APT wordt gezien als een verbetering; de verwachte opbrengst is volgens deze theorie niet afhankelijk van slechts één soort risicofactor (β), maar van meer soorten risicofactoren (β 's). Echter ook bij de praktische toepasbaarheid van de APT worden vraagtekens geplaatst. Verder wordt in onderhavig hoofdstuk dieper ingegaan op de reeds in hoofdstuk 2 behandelde efficiënte markthypothese. De determinanten van de efficiënte markt passeren de revue, evenals de onderzoeksresultaten die aangeven dat een efficiënte aandelenmarkt (in de zwakke of semi-sterke vorm) bestaat of juist (gedeeltelijk) ontbreekt.

Onderwerp van hoofdstuk 6 is de

relatie tussen verslaggevingsinformatie en aandelenprijzen, het centrale thema van het boek. In dit kader worden onderzoeken naar het effect van de bekendmaking van onverwachte resultaten op aandelenprijzen besproken. Verder komen aan de orde het effect van tussentijdse rapportering op aandelenprijzen, de reactie van de markt op de publikatie van cijfers door kleine ondernemingen, de reactie van de markt op de uitgestelde publikatie van cijfers en de reactie van de markt op de publikatie van winstcijfers vis-à-vis kasstromen. Vastgesteld wordt dat winstcijfers over het algemeen betere prestatie-indicatoren vormen dan kasstromen. Vervolgens wordt ingegaan op het nut van financiële analyse in een aandelenmarkt die niet volledig efficiënt zou zijn en wordt het gebruik van verslaggevingsinformatie in waarderingssystemen behandeld. Zowel de waardering van vaste waarden (obligaties) als de waardering van gewone aandelen wordt besproken. De waarde van een aandeel kan worden gedefinieerd als de contante waarde van de verwachte dividenden. Vanwege de problemen die zich voordoen met betrekking tot het vaststellen van de toekomstige dividenden en de disconteringsvoet, worden dergelijke disconteringsmodellen in de praktijk weinig toegepast. In de praktijk wordt bij de aandelenwaardering vaak met de koers/winst-verhouding gewerkt. Hieraan zijn echter eveneens problemen verbonden.

Hoofdstuk 7 handelt over het meten van risico en rendement aan de hand van verslaggevingsinformatie. Onder meer wordt ingegaan op de relatie tussen de 'internal rate of return' (IRR) en de 'accounting rate of return' (ARR) van een belegging in een onderneming. Nagegaan wordt hoe de IRR kan worden berekend aan de hand van verslaggevingsinformatie. Daarbij wordt een winstcijfer gebaseerd op het opportunity kostenbegrip in de beschouwing betrokken. Verder wordt een aantal factoren besproken die bepalend zijn voor het systematisch risico. Deze zijn voor een deel meetbaar met

behulp van verslaggevingscijfers, zoals de variabiliteit van de winst, de vermogensstructuur, de omvang van de onderneming en de verdeling van de ondernemingsactiviteiten over verschillende bedrijfstakken en geografische gebieden.

In hoofdstuk 8 wordt ingegaan op de problematiek van fusie en overname. Na de bespreking van een aantal historische ontwikkelingen op onderhavig gebied en de motieven die over het algemeen aan fusie- en overname-activiteiten worden geacht ten grondslag te liggen, passeert een aantal empirische onderzoeken de revue. Deze onderzoeken hebben betrekking op de kenmerken van de bij een fusie of overname betrokken ondernemingen, de wijze waarop fusies en overnames kunnen worden voorspeld en de economische gevolgen van de bij een fusie of overname betrokken partijen. Aan het slot van hoofdstuk 8 wordt kort ingegaan op de verwerkingswijze van fusies en overnames in de jaarrekening van de als gevolg van de fusie ontstane entiteit respectievelijk in de jaarrekening van de overnemende onderneming. Hoofdstuk 9 geeft een overzicht van de ontwikkeling van modellen ten behoeve van het voorspellen van faillissementen. De rol die jaarrekeninginformatie in deze modellen speelt wordt daarbij nader belicht. Verder wordt stilgestaan bij de praktijk van de kredietbeoordeling en het nut van dergelijke modellen in het kredietbeoordelingsproces.

In hoofdstuk 10 worden de ontwikkelingen op het gebied van de sociale verslaggeving (milieuberichtgeving bijvoorbeeld) en de verslaggeving aan werknemers uit de doeken gedaan. De voors en tegens van dit soort berichtgeving worden besproken. Ook wordt ingegaan op de rol van verslaggevingsinformatie bij CAO-onderhandelingen. Deze rol wordt overigens beperkt geacht.

Ten slotte wordt in hoofdstuk 11 het institutionele kader van de verslaggeving in het Verenigd Koninkrijk beschreven en vergeleken met de systemen in een viertal andere landen. In het in 1990 verschenen boek wordt echter het in hetzelfde jaar

afgeschafte Britse regelgevingssysteem besproken. Een beschrijving van het nieuwe regelgevingssysteem ontbreekt. Wel wordt ingegaan op de tekortkomingen van het niet meer geldende Britse regelgevingssysteem en op mogelijkheden ter verbetering.

Elk hoofdstuk in het boek van Rees wordt afgesloten met een aantal vragen. De indeling van het boek is mijns inziens niet altijd even gestructureerd. Een en ander is met name gericht op de Engelse praktijk. In het boek wordt een vrij complex taalgebruik gehanteerd; dit in tegenstelling tot de meeste Amerikaanse leerboeken op dit terrein. Van de auteur zelf heb ik vernomen dat hij inmiddels bezig is met het schrijven van een herziene versie, die qua taalgebruik minder complex zal zijn en die overigens een meer Europees karakter zal dragen.

Het boek is breed van opzet; het vormt een synthese van onderwerpen uit de hoek van de financieel-economische berichtgeving en de financiering. In het boek wordt bovendien veel aandacht besteed aan relevant wetenschappelijk onderzoek dat op onderhavige terreinen heeft plaatsgevonden. Vanuit die optiek beschouwd is het boek met name geschikt voor derde- of vierdejaars studenten bedrijfseconomie (financieel-economische varianten). Het is geen handboek en aldus niet geschikt om te dienen als naslagwerk in de praktijk. Wel kunnen praktijkmensen, die daartoe niet eerder de gelegenheid hadden, door lezing van het boek snel een globaal inzicht verwerven in de stand van zaken betreffende de financiële analyse. Het is wel van belang dat, om de gepresenteerde onderzoeksresultaten te kunnen interpreteren, men de toegepaste statistische technieken en de gebruikte statistische begrippen kan bevatten.

Drs. R.G. A. Vergoossen

Drs. R.G.A. Vergoossen is als universitair docent verbonden aan de vakgroep Kosten- en Winstvraagstukken van de Faculteit der Economische Wetenschappen en Econometrie aan de VU te Amsterdam.