Column

Hoge en lage koersen

Jan Klaassen

Volgens een recent bericht van de Vereniging van Effectenbezitters VEB zou de winstberekening van vele Nederlandse ondernemingen zo conservatief zijn, dat dit leidt tot lage beurskoersen:

'Het hebben van tal van reservepotjes zorgt ervoor dat de buitenwereld de waarde van de onderneming veel lager aanslaat dan in feite het geval is' zo staat te lezen in Beursplein 5 van 24 maart jongstleden.

Lage koersen zouden in het toekomstige Europa slecht zijn voor ondernemingen, en deze op achterstand zetten bij overnames en ook slecht zijn voor aandeelhouders omdat overnames bij 'aandelenruil' te duur zouden zijn.

Men kan zich voorstellen dat 'zittende' aandeelhouders graag zo hoog mogelijke koersen zien, om met zoveel mogelijk winst te kunnen verkopen; 'kopende' aandeelhouders moeten echter blij zijn dat de koersen 'nog' laag zijn, mits er hoop is dat de koersen stijgen.

Interessant is echter de vraag, of de VEB terecht meent dat de winstbepaling volgens te conservatieve methoden geschiedt in vergelijking met andere landen.

Volgens de VEB zouden de reservepotjes ontstaan doordat:

- 1 Te weinig kosten naar de toekomst worden doorgeschoven omdat zij in één jaar worden afgeboekt.*
- 2 De levensduur te kort wordt ingeschat, hetgeen leidt tot te hoge afschrijvingen en derhalve tot te lage winsten.*
- 3 Wellicht te hoge voorzieningen worden opgevoerd.*

Om na te gaan of deze verschijnselen in ons land meer dan elders voorkomen, zou internationaal onderzoek nodig zijn. Per land en per bedrijfstak, ja zelfs per bedrijf zal het beeld verschillend zijn.

Maar ook in de tijd gezien zal een bedrijf dat in jaar X een relatief lage winst toont, in een ander jaar een relatief hoge winst tonen. Immers de hierboven beschreven verschillen in winstberekening vormen slechts verschuivingen in de tijd. Systematisch lagere of hogere winst berekenen is slechts mogelijk bij het rechtstreeks aan het eigen vermogen toevoegen of onttrekken van vermogensmutaties. Juist Nederlandse ondernemingen zijn daar sterk in, en het bedrag dat rechtstreeks aan het eigen vermogen wordt onttrokken (vooral via goodwill en koersverschillen) overtreft in de meeste gevallen verre het rechtstreeks toegevoegde bedrag. Dat wijst dus niet op kunstmatig laag getoonde winsten.

Ingeval van waardering op basis van actuele waarden wordt de winst ook systematisch beïnvloed, en ingeval van prijsstijgingen verlaagd. Er zijn echter weinig Nederlandse ondernemingen, die een toepassingsvorm hebben waarbij de omvang van de winst sterk wordt gedrukt. Het eigen vermogen wordt bij deze methode gunstig voorgesteld.

Leiden verschuivingen in de tijd, langdurig tot relatief laag berekende winsten? Het niet-active-ren van immateriële activa heeft slechts in een aanloopfase winstdaling tot gevolg. Bij een stabiele situatie, is er geen systematisch effect op de resultaten. Een te kort geschatte levensduur, heeft ook alleen in de aanloopfase van een bedrijf een winstdrukkende werking. Bij vervanging komen de winsten wel boven water.

Te hoog opgevoerde voorzieningen kunnen eveneens een tijdelijk winstdrukkend effect hebben. Er is lang te twisten hoe hoog voorzieningen moeten zijn. Voorzichtige ondernemers hebben

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.

graag iets in de pot voor risico's. Uit de krant hebben wij kunnen lezen dat de minister van Financiën sommige pensioenpotten te vol vond. Dezelfde minister heeft nog niet geconstateerd dat de belastingvoorzieningen in ons land te hoog zijn.

Volgens sommige onderzoekers is voorts te constateren dat ondernemers de neiging hebben de resultaten in de tijd te egaliseren. Dit zou in goede tijden tot understatement van de winst leiden, maar in slechte tijden tot overstatement, en per saldo tot een 'rustig winstbeeld'. Dat zou echter goed zijn voor het koersniveau, omdat het risico van de desbetreffende ondernemingen er gunstig door wordt voorgesteld.

Overigens: het vroegtijdig ook fiscaal opvoeren van kosten, leidt tot rentevoordelen jegens de fiscus, en dus tot een belastingbesparing.

Zelfs al zouden ondernemers derhalve hun resultaat te laag aan de wereld voorspiegelen, dan zou er voor de oplettende beleggers geen reden tot zorg zijn. Het leidt in veel gevallen tot belastingbesparing.

De bovenstaande analyse veronderstelt dat de belegger de cijfers zonder meer gelooft, en uitsluitend afgaat op eindcijfers. Sommige theoretici geloven niet in deze naïviteit van de beleggers. Zij veronderstellen dat 'de markt door de cijfers heen ziet', en de koersniveaus baseert op reële economische grootheden. Als dat in ons land nog niet gebeurt, wordt het tijd dat het gaat gebeuren. En er is tegenwoordig in toelichtingen zoveel informatie beschikbaar dat een goede analist niet gauw zal worden misleid.

Tenslotte nog een kleine suggestie:

De VEB kan haar doel dan ook ondersteunen door aan te geven door middel van grondige financiële analyse, welke ondernemingen hun winst 'te' hoog of 'te' laag voorstellen en door daarop afgestemde koop-/verkoopadviezen te geven. Deze zouden dan zo succesvol moeten zijn, dat de gewraakte winstbepalingsmethoden, als ze al

voorkomen, niet langer effect hebben, en de VEB-leden en andere aandeelhouders er wel bij varen. Immers de hoogte van de koersen wordt uiteindelijk bepaald door vraag en aanbod.