INFORMATIEBEHOEFTEN VAN VERSCHAFFERS VAN RISICODRAGEND VERMOGEN

door Drs. J. F. B. Nuboer

„You can have your car any colour, as long as it is black". Dit principe van Henry Ford uit het eind der twintiger jaren leidde tot de ondergang van het model A-Ford en bijna tot het faillissement van zijn bedrijf. Zijn fout was, dat hij te laat de veranderende behoeften van zijn markt onderkende; de afnemers wensten hun auto niet alleen als transportmiddel, maar ook als statussymbool te gebruiken en met veranderende behoeften moet rekening gehouden worden.

In de beleggingswereld vindt geleidelijk een grote verschuiving plaats. Particuliere beleggers worden vervangen door institutionele beleggers en dit betekent een wijziging in de behoeften van de markt naar informatie over de onderneming. Dit kan worden aangetoond met behulp van cijfers over de besparingen. In de periode 1967-1972 werd bijvoorbeeld in Engeland voor £ 5,46 mrd. door particulieren netto aan aandelen verkocht. In Duitsland was dit voor DM 9,6 mrd. het geval. In dit artikel zal daarom worden uitgegaan van de behoeften van institutionele verschaffers van risicodragend vermogen. De institutionele belegger heeft *meer* informatie nodig dan de particuliere belegger, en *andere* informatie. Voor de ondernemingsdirectie is het van belang hiermee rekening te houden. Ter beurze wordt immers haar bedrijf gewaardeerd, waarbij de waarde theoretisch gelijk is aan de som der toekomstige winsten gedisconteerd voor de rentestand. De toekomstige winsten moeten echter subjectief geschat worden. De practische waarderingsmaatstaf is de koers-winstverhouding. Dit cijfer geeft de prijs aan voor het aantrekken van nieuw risicodragend vermogen en is, gebruikt in vergelijking tot andere ondernemingen, de quantitatieve uitdrukking van de reputatie van de onderneming op de beurs.

Men kan het ook aldus uitdrukken, dat beleggers bij een bedrijf met goede reputatie bereid zijn een wat groter (koers-)risico te lopen dan bij een bedrijf met een minder goede naam, met andere woorden, de koers-winstverhouding kan er hoger zijn. De verschillen tussen gelijkgeaarde ondernemingen zijn aanzienlijk. Zo varieerde in de jaren 1962-1972 de koers-winstverhouding van Koninklijke Olie tussen 13 en 7½, en van Exxon tussen 19 en 12: De beurs waardeerde de winst van Exxon gemiddeld de helft hoger dan die van Koninklijke Olie. Enkele andere voorbeelden zijn: Unilever tussen 17 en 6½, Philips tussen 25 en 9½ en Elsevier tussen 30 en 12. De *absolute* hoogte wordt grotendeels bepaald door macro-economisch en marktfactoren, de *relatieve* hoogte ten opzichte van bedrijfstakgenoten door bedrijfsfactoren. De door de banken gepubliceerde en door institutionele beleggers gebruikte koersgrafieken baseren zich op een historische „normaal-waardering" en kunnen daarom een hulpmiddel zijn bij de beleggingsbeslissing. Voor de ondernemingsleiding is vergelijking met de beurswaardering van concurrenten daarom interessant.

Het verstrekken van gerichte informatie kan deze waardering beïnvloeden.

m a b blz. 290

In het algemeen zijn de behoeften vergelijkbaar met, maar gaan verder dan die van de verschaffers van obligatieleningen, zoals uiteengezet door Mr. O. Vogelenzang. Er is echter een belangrijk verschil in optiek: de verschaffer van risicodragend vermogen is uitsluitend geïnteresseerd in de *toekomstige* ontwikkeling. Speelt solvabiliteit en zekerheidsstelling een rol bij verschaffers van leenvermogen, beleggers hebben slechts oog voor de winst die zal worden gemaakt, en waaruit groeiende dividenden kunnen worden betaald. De onzekerheid, inherent aan prognoses, leidt er toe, dat de informatiebehoeften van beleggers in beginsel onbegrensd zijn. Het is een feit dat de directie hierin slechts ten dele kan voorzien met het oog op de concurrentie. Hier is een critische instelling echter op zijn plaats: veel gegevens zijn de bedrijfstakgenoten bekend en kunnen dus gebruikt worden. Het oordeel van de directie over bepaalde ontwikkelingen binnen de bedrijfstak zal de concurrenten veelal eveneens bekend zijn en betekent interessante materie voor de analist. Naast gegevens over de bedrijfstak is de plaats hierin van de onderneming zelf interessant. Marktaandelen en de ontwikkelingsfase der producten kunnen een indruk geven van toekomstige concurrentieverhoudingen, terwijl de ontwikkeling van de product-mix het antwoord van de ondernemingsleiding op de veranderende omgeving is. De winst per divisie is interessant als leidraad van de richting, waarin het bedrijf zich vermoedelijk gaat ontwikkelen. Voorts zn geografische afzetmarkten van belang, omdat wisselkoersveranderingen en conjunctuurbewegingen in andere landen op de onderneming inwerken. Kortom, de belegger probeert de wereld door de bril van het bedrijf te leren zien.

De directie overschatte niet de kennis der beleggingsexperts van haar specifieke markt: gewoonlijk moeten zij op vele markten thuis zijn, hetgeen betekent, dat zij van elk dezer markten niet al te veel kunnen weten. Vandaar, dat personeelsorganen soms belangwekkende informatie bevatten.

Investeringsplannen en research projecten zijn voorts uiterst belangwekkend en begrijpelijkerwijs dikwijls niet beschikbaar. Als surrogaat kan een door feiten ondersteunde beschouwing over de marktontwikkeling dienen zoals de directie die ziet. In elk geval zijn cijfers over de omzet, winst, cashflow en dividend in het verleden beschikbaar. Vergelijkbaarheid van cijfers in de tijd en tussen bedrijven onderling is essentieel, en de meer precieze voorschriften over de publicatie van cijfers dragen dan ook bij tot vergroting van het inzicht. Het is goed, dat bijvoorbeeld de nieuwe richtlijn der E.E.G. het vormen van geheime reserves bemoeilijkt en uniformiteit der waarderingsgrondslagen in Europa vereist. Ook de aanbeveling voor het corrigeren voor mutaties in het aandelenkapitaal zoals door de Vereniging van Beleggingsanalisten opgesteld, kan hierin een bijdrage leveren. In de V.S. gaat de Securities Exchange Commission nog verder door zeer gedetailleerde verslagen te eisen in een gestandaardiseerde vorm (de zgn. „10-K forms") die voor liefhebbers verkrijgbaar zijn en analisten veel gewenste basis-informatie verschaffen. Dit gescheiden systeem is wellicht het beste uit een oogpunt van voorlichting aan aandeelhouders, want hiermee is ook het keuzeprobleem „plaatjes of cijfers in het jaarverslag" op eenvoudige wijze opgelost.

Behalve de absolute cijfers worden door de analist onderlinge relaties ge-

bruikt, als cashflow en winstmarge en „pay-out ratio" (dividend als deel van de winst). Het doel van deze cijferreeksen is steeds het heden te stellen in historisch perspectief om een indruk te krijgen van toekomstige mogelijkheden. Hetzelfde geldt voor de balansanalyse, die niet alleen een indruk geeft van de recente financiële positie, maar ook van de mogelijkheden van de onderneming de voorgenomen expansie intern te blijven financieren resp. de noodzaak om in de naaste toekomst met een emissie te komen. Ook blijkt uit de balansanalyse het gemakkelijkst of een onderneming in haar verslaggeving bescheidenheid beoefent (dan zijn er stille en geheime reserves, in Nederland gebruikelijk) of onbescheidenheid (als sommige kosten worden geactiveerd en afschrijvingsperioden zeer ruim genomen worden, zoals bij sommige Amerikaanse bedrijven het geval is). Voor wat de frequentie der verslaggeving betreft, kwartaalberichten geven voldoende gelegenheid de onderneming op de voet te volgen en grote verrassingen te voorkomen. Uiteraard zijn tussentijdse berichten over belangrijke gebeurtenissen aan de pers, of speciaal gericht tot de aandeelhouders, een welkome aanvulling.

Ten overvloede zij daarom de betrouwbaarheid van informatie genoemd, welke een grens stelt aan de mogelijkheden tot verfraaiing van de te publiceren gegevens[1]). In een wereld vol onzekerheid is niets zo schadelijk voor de reputatie van een onderneming als twijfel aan de leiding bij het verstrekken van gegevens.

Tenslotte, de onderneming is als gespecialiseerd orgaan van de samenleving een groep van mensen, die gezamenlijk iets tot stand brengen. Gegevens over de organisatie, de werksfeer en over de leidende persoonlijkheden zijn daarom steeds relevant. Hier oefene men geen valse bescheidenheid en volsta niet met de leeftijdsopbouw alleen. De ervaring leert, dat een nieuwe leiding een nieuwe tijd in de geschiedenis van een onderneming kan inluiden, hetgeen een hogere of een lagere waardering veroorzaakt.

Ter beoordeling van de werksfeer zijn stakingsdagen een slechte maatstaf, omdat die soms van buitenaf worden opgedrongen, maar verloop van personeel is wel bruikbaar en dus interessant voor aandeelhouders.

Want in wezen levert de verschaffer van risicodragend vermogen een deel van zijn vermogen uit aan mensen, in de hoop, dat het beheer ervan beter zal zijn dan met zijn verwachtingen overeenkomt. De directie kan in haar publiciteitsbeleid deze verwachtingen een betere basis geven.

---

[1]) Zo stelde de National Coal Board, dat het werkklimaat in haar mijnen zeer goed was, omdat het ziekteverzuim van de mijnwerkers geringer was dan dat van haar kantoorpersoneel. Niet vermeld werd, dat afgekeurde mijnwerkers op kantoor te werk werden gesteld.