

Merkenwaardering en vermogensmarkt

Dr. C. A. Huijgen

THEMA

In de discussie omtrent de verwerking van merken in de jaarrekening wordt nogal eens gesteld dat de vermogensmarkt bij activering van merken beter in staat zou zijn om de beurswaarde van de onderneming in te schatten. Met name ondernemingen die hun financiële kracht ontlenuen aan merknamen, maar deze niet tot uitdrukking brengen in de balans, zouden door de vermogensmarkt worden ondergewaardeerd, waardoor zij een kwetsbaar doelwit vormen in de fusie- en overnamemarkt. Anderen daarentegen, beweren dat de waarde van merken wel degelijk in de beurskoers tot uitdrukking komt, omdat de vermogensmarkt een veelheid aan informatiebronnen hanteert bij de waardering van ondernemingen en niet slechts de informatie die in de jaarrekening tot uitdrukking komt. Bovendien zou slechts de verstrekking van verslaggevingscijfers voor de vermogensmarkt relevant zijn en niet de vorm waarin cijfers worden gepresenteerd. Met andere woorden, de vermogensmarkt wordt in staat geacht om door de wijze van presentatie heen te kijken.

In dit artikel zullen wij ons bezighouden met de vraag of de vermogensmarkt de financiële waarde van merknamen weet te doorgronden, die besloten ligt in betaalde goodwill. Dit betekent niet dat gekochte merken en goodwill niet van elkaar zouden te zijn onderscheiden. Merken kunnen in bepaalde gevallen zelfstandig geïdenti-

ficeerd worden en zijn mogelijk ook te separeren van de onderneming. Goodwill daarentegen is onlosmakelijk met de onderneming verbonden. Het feit echter dat merken in de jaarrekening van het overgrote deel van de Nederlandse ondernemingen niet apart worden geïdentificeerd, maar impliciet in de gekochte goodwill besloten liggen, doet ons besluiten om ons te richten op de uitgaven voor betaalde goodwill.

In paragraaf 1 zullen wij kort ingaan op het zogenoemde marktgeoriënteerde verslaggevingsonderzoek. In paragraaf 2 komen de resultaten van enkele buitenlandse studies aan de orde, die verband leggen tussen de in de jaarrekening vermelde immateriële activa van ondernemingen en de aandelenkoersen van de desbetreffende ondernemingen. In paragraaf 3 presenteren we de bevindingen van een eigen empirisch onderzoek met betrekking tot de Nederlandse vermogensmarkt. We sluiten af met enkele concluderende opmerkingen.

1 Marktgeoriënteerd verslaggevingsonderzoek

Het marktgeoriënteerde verslaggevingsonderzoek¹ is gericht op het meten van het geaggregeerde gedrag van beleggers rondom het verstrekken van verslaggevingscijfers. Aandelenkoersen representeren dit gedrag als resultante van aan- en verkoopbeslissingen, die beleggers nemen op grond van de gerapporteerde cijfers. Met andere woorden, uit de reactie van de vermogensmarkt valt af te leiden of gepubliceerde verslaggevingscijfers informatiewaarde hebben voor beleggers. Men zou zich derhalve de vraag kunnen stellen of de in de jaarrekening gerapporteerde cijfers, die

Dr. C.A. Huijgen is als universitair docent verbonden aan de faculteit der Economische Wetenschappen, vakgroep Bedrijfseconomie, sectie Financiering, Belegging en Accounting, Rijksuniversiteit Groningen.

betrekking hebben op merknamen, enig verband houden met het verloop van de beurswaarde. Deze cijfers kunnen betrekking hebben op geactiveerde merknamen, maar ook op bijvoorbeeld de verrichte uitgaven voor onderzoeks- en ontwikkelingskosten of reclamecampagnes, die zijn bedoeld om merkwaarde te creëren of in stand te houden.

In het kader van het marktgeoriënteerde verslaggevingsonderzoek is het begrip marktefficiëntie van belang. Marktefficiëntie wil zeggen dat prijzen de beschikbare informatie reflecteren. Het is hierbij van belang wat onder beschikbare informatie wordt verstaan. Beaver (1981) definieert marktefficiëntie dan ook in termen van informatiesignalen: *market efficiency with respect to an information item means that prices act as if everyone knows that information*. Op deze manier wordt het begrip marktefficiëntie geoperationaliseerd. Men kan bijvoorbeeld denken aan signalen, die afkomstig zijn uit de jaarrekening. Indien de vermogensmarkt efficiënt is, dan zullen de gerapporteerde cijfers met betrekking tot merknamen en andere immateriële activa in de aandelenkoers tot uitdrukking komen, ongeacht of deze cijfers in de balans worden vermeld dan wel in de toelichting. Het is zelfs niet uitgesloten dat beleggers gebruik maken van andere, meer tijdig beschikbare informatiebronnen voor wat betreft de financiële waarde van merknamen en dat de jaarrekening in dat opzicht geen nieuwswaarde meer bevat.

2 Resultaten van eerder onderzoek

Empirisch onderzoek naar de nieuwswaarde voor beleggers van gegevens over merknamen in de jaarrekening is zeer beperkt van omvang. De studie van Mather en Peasnell (1991), waarin de vermogensmarktreactie rondom het activeren van merken door Engelse ondernemingen wordt gemeten, is in dit opzicht uniek. In de verslaggevingspraktijk buiten het Verenigd Koninkrijk worden merknamen nauwelijks geactiveerd en ook in de toelichting wordt nauwelijks informatie verstrekt over de door het management geschatte waarde van individuele merken. Wel zijn studies beschikbaar over de door de vermogensmarkt gepercipieerde waarde van in de jaarrekening vermelde cijfers over kosten, die besteed zijn aan immateriële activa, zoals onderzoeks- en ontwikkelingskosten en goodwill. Deze uitgaven kunnen verband houden met het creëren, onderhouden of

kopen van merknamen. Als zodanig worden de merknamen echter niet onderscheiden. Wij zullen in deze paragraaf ingaan op enkele belangrijke studies op dit terrein.

Zoals hierboven reeds aan de orde is gekomen, onderzochten Mather en Peasnell (1991) of de beslissing van een dertiental Engelse ondernemingen om merken te gaan activeren een positief effect had op de aandelenkoers. In een efficiënte markt zal een dergelijk effect gemiddeld genomen afwezig zijn, omdat beleggers ook andere informatiebronnen gebruiken om de waarde van de onderneming (inclusief de waarde van de merken) te schatten. Men zou echter kunnen veronderstellen dat juist die ondernemingen die menen dat de vermogensmarkt een te lage waardering toekent aan hun merkenportefeuille, geneigd zijn om de geschatte waarde van merken bekend te maken en te activeren. In de week van aankondiging van de beslissing tot activering van merken werd inderdaad een klein, maar significant positief buitengewoon rendement (het rendement gecorrigeerd voor marktbevingen) gevonden, in de orde van grootte van 3 procent. Deze uitkomst werd echter gerelativeerd door een tweetal aanvullende analyses. In de eerste plaats bleek het buitengewone rendement niet op te treden, wanneer dit op een andere manier werd berekend (het rendement gecorrigeerd voor het rendement van in grootte en bedrijfstak gelijksoortige ondernemingen, die niet overgingen tot activering van merken). In de tweede plaats ging de aankondiging tot activering van merken bij de meeste ondernemingen gepaard met ander gunstig nieuws, waardoor het opgetreden buitengewone rendement moeilijk viel te interpreteren.

Met betrekking tot het optreden van vermogensmarktreacties rondom het activeren van onderzoeks- en ontwikkelingskosten is meer empirisch onderzoek beschikbaar. Met name de in 1975 genomen beslissing van de Amerikaanse regelgevende instantie, de FASB, om activering van onderzoeks- en ontwikkelingskosten niet langer toe te staan en daarmee afboeking ten laste van het resultaat te verplichten, vormde een belangrijke bron van onderzoek. Uitgaande van de bovenstaande studie over merkenactivering zouden we hier een negatief koerseffect kunnen verwachten voor ondernemingen, die op grond van de maatregel gedwongen werden de verwerking

van onderzoeks- en ontwikkelingskosten in de jaarrekening aan te passen. Vigeland (1981) toonde echter aan dat de rendementen van dergelijke ondernemingen niet verschilden van die van in grootte en bedrijfstak gelijksoortige ondernemingen, die reeds hun onderzoeks- en ontwikkelingskosten ten laste van het resultaat brachten. De rendementen van beide groepen ondernemingen werden onderzocht rondom de publicatie van een drietal documenten door de FASB: het discussiememorandum, de voorlopige richtlijn en de definitieve richtlijn. Tot een zelfde uitkomst kwam Dukes (1976), die de koers/winstverhouding vergeleek van ondernemingen, die voor het in werking treden van de richtlijn van de FASB onderzoeks- en ontwikkelingskosten activeerden en ondernemingen, die dergelijke kosten reeds ten laste van het resultaat brachten. Uit zijn studie bleek dat de koers/winstverhouding van de laatste groep ondernemingen hoger was dan die van de eerste groep. Na aanpassing van de gerapporteerde winst voor de gekozen verwerkingsmethoden van onderzoeks- en ontwikkelingskosten bleken de koers/winstverhoudingen van beide groepen ondernemingen niet significant meer van elkaar te verschillen. Met andere woorden, slechts de verstrekking van jaarrekeningcijfers is voor de vermogensmarkt relevant en niet de vorm waarin de cijfers worden gepresenteerd.

Recentelijk nog hebben Lev en Sougiannis (1996) onderzoek gedaan naar de door de vermogensmarkt gepercipieerde waarde van onderzoeks- en ontwikkelingskosten van Amerikaanse ondernemingen, ook al moeten deze kosten onder de huidige regelgeving ten laste van het resultaat worden gebracht. Op grond van de door hen toegepaste waarderingsanalyse waren, naast de gerapporteerde boekwaarde en de winst, verschillen in onderzoeks- en ontwikkelingskosten een belangrijke factor in de verklaring van marktwaarden van ondernemingen. Blijkbaar zien beleggers onderzoeks- en ontwikkelingskosten wel degelijk als een waardevol actief, zelfs al komen de kosten niet in de balans tot uitdrukking.

Een op het eerste gezicht wat afwijkend terrein van onderzoek zijn de studies naar de koerseffecten van de publicatie van gesegmenteerde cijfers, zoals segmentatie van de omzet en het resultaat naar bedrijfstak en geografisch gebied. Uit deze studies (zie bijvoorbeeld Collins (1975), Collins

en Simmonds (1979) en Ajinkya (1980)) valt af te leiden dat gesegmenteerde omzet en winstcijfers voor de vermogensmarkt additionele informatie-waarde bevatten boven geaggregeerde cijfers. Toch valt een duidelijke parallel te trekken met de gegevens die ondernemingen zouden kunnen verstrekken over de waarde van hun merkenportefeuille. De groep van Engelse ondernemingen die tot dusverre merken activeren, publiceren slechts één geaggregeerd cijfer samen met vrij summiere informatie over de toegepaste waarderingsmethode, zoals blijkt uit een analyse van Marsh *et al.* (1990). We zullen in het vervolg zien dat de informatieverstrekking door Nederlandse ondernemingen terzake van het activeren van merken eveneens beperkt is. Wellicht kunnen meer gedetailleerde gegevens over merkenwaardering informatie voor beleggers bevatten, analoog aan gesegmenteerde cijfers over omzet en resultaat.

3 Eigen empirisch onderzoek voor de Nederlandse markt

In het hiernavolgende zullen we ingaan op de in Nederland heersende verslaggevingspraktijk terzake van merken. In dit verband vatten wij het begrip merk ruim op. Wij sluiten ons aan bij de in de wet (artikel 365 lid 1 BW2) vermelde omschrijving *kosten van verwerving terzake van concessies, vergunningen en rechten van intellectuele eigendom*. Hieronder vallen derhalve ook de door sommige ondernemingen genoemde uitgavenrechten, muziekcatalogi en verveningsrechten. Tevens zal een relatie worden gelegd met de geaccumuleerde uitgaven voor betaalde goodwill, waarbinnen merken vaak besloten maar niet onderscheiden worden. Men kan goodwill namelijk opvatten in de zin van *hidden assets*. Deze *hidden assets* representeren gunstige relaties met leveranciers of afnemers, die voortkomen uit een gunstige vestigingsplaats, reputatie en naambekendheid, monopolistische voordelen etc. Goodwill is dan de verzameling van deze activa die niet als zodanig in de balans tot uitdrukking komen. Verder wordt de vraag gesteld of beleggers waarde toekennen aan geaccumuleerde uitgaven voor gekochte goodwill. Daartoe zullen we onderzoeken of de gerapporteerde uitgaven voor betaalde goodwill de verschillen tussen de marktwaarde en de gerapporteerde boekwaarde van het eigen vermogen kunnen verklaren. We beginnen echter met een korte bespreking van de Neder-

landse regelgeving voor wat betreft de verwerking van merken en goodwill in de jaarrekening.

3.1 De Nederlandse regelgeving

Volgens de huidige regelgeving² mogen merken worden geactiveerd, mits zij voldoen aan de definitie van activa en duidelijk kunnen worden onderscheiden van andere immateriële activa, zoals betaalde goodwill. Activering is slechts toegestaan voor zover het van derden verkregen merken betreft. Voorschriften omtrent afschrijving van merken, indien zij worden geactiveerd, zijn niet nader gespecificeerd dan de algemene bepalingen dat moet worden afgeschreven volgens een stelsel dat op de verwachte toekomstige gebruiksduur is afgestemd en dat rekening moet worden gehouden met duurzame waardevermindering. Ook goodwill mag slechts worden geactiveerd voor zover het van derden is verkregen. Afschrijving dient te geschieden over de economische levensduur, die in principe niet langer dan vijf jaar bedraagt.

Gekochte goodwill komt meestal expliciet tot uitdrukking in de transactieprijs bij fusies en overnames. Goodwill is hierbij het verschil tussen de overnameprijs en de netto vermogenswaarde van de te onderscheiden activa en passiva van de overgenomen onderneming. Voor zover merken als aparte immateriële activa onderscheiden worden, krijgen ze een zelfstandige plaats op de balans van de overnemende onderneming. Is dit niet het geval, dan zijn ze impliciet besloten in de betaalde goodwill en worden ze overeenkomstig behandeld. De wet laat drie opties open voor de verwerking van betaalde goodwill bij overnames: de reeds hierboven genoemde activering, rechtstreekse afboeking van het eigen vermogen of rechtstreekse afboeking ten laste van het resultaat. De onderneming is verplicht het betaalde bedrag in de toelichting te vermelden, hetzij in het mutatieoverzicht immateriële activa, hetzij in het mutatieoverzicht eigen vermogen, hetzij als aparte post in de winst- en verliesrekening, al naar gelang de gekozen verwerkingsmethode.

3.2 De Nederlandse verslaggevingspraktijk

Voor de periode van 1989 tot en met 1993 hebben we de jaarrekeningen onderzocht van de aan de Amsterdamse effectenbeurs genoteerde

niet-financiële ondernemingen, waarvan het boekjaar samenvalt met het kalenderjaar. We hebben ons gericht op de fondsen, waarin met enige regelmaat wordt gehandeld. Daartoe hebben we de gemiddelde dagelijkse beursomzet op minimaal 50.000 gulden gesteld. Dit levert een steekproefgrootte op van tussen de 66 en 73 ondernemingen voor elk van de onderzochte jaren.

Tabel 1: Activering van merken (in percentages)

<i>Jaar</i>	<i>1989</i>	<i>1990</i>	<i>1991</i>	<i>1992</i>	<i>1993</i>
<i>Methode</i>					
Zelfstandige activering van merken	9	8	8	9	10
Geen zelfstandige activering van merken	91	92	92	91	90
Totaal	100	100	100	100	100
Steekproefgrootte in aantallen	66	72	71	67	73

In tabel 1 is het percentage ondernemingen weergegeven dat merken zelfstandig activeert. Uit de tabel valt op te maken dat activering van merken in Nederland niet bijzonder populair is: bij nog geen 10 procent van de ondernemingen doet zich deze praktijk voor. Een uitzondering vormen de grote uitgeverijen: Reed/Elsevier, VNU en Wolters Kluwer plaatsen uitgavenrechten als zelfstandig actief op de balans.

De informatieverschaffing bij activering van merken is summier te noemen. Van een uitsplitsing van de waarde van een merkenportefeuille naar individuele merken is geen sprake, de waarde wordt geaggregeerd tot één getal. Bij sommige ondernemingen is het onduidelijk of het om gekochte dan wel zelf gecreëerde merken gaat. De waarderingmethode wordt meestal kort omschreven; zowel de earnings multiplier methode als de discounted cash flow methode³ worden enkele malen genoemd. De aannames, die bij dergelijke schattingsmethoden gemaakt moeten worden, worden niet expliciet vermeld. Voor wat betreft het afschrijvingsbeleid ten aanzien van merken valt een tweedeling te maken. De uitgeverijen schrijven alleen af, wanneer er sprake is van duurzame waardevermindering, de overige ondernemingen schrijven systematisch af over een periode uiteenlopend van 10 tot 40 jaar.

Tabel 2 bevat een uitsplitsing van de toegepaste verwerkingsmethoden van gekochte goodwill door de onderzochte ondernemingen voor de periode van 1989 tot en met 1993. Naast de drie door de wet genoemde opties hebben we een tweetal andere mogelijkheden opgenomen: ondernemingen die een combinatie van verwerkingsmethoden hebben gekozen en ondernemingen die in de onderzochte periode geen enkele goodwillbetaling hebben gerapporteerd en daarmee ook geen informatie over de te kiezen verwerkingsmethode.

Tabel 2: Verwerkingsmethoden van gekochte goodwill (in percentages)

Jaar	1989	1990	1991	1992	1993
<i>Methode</i>					
Rechtstreekse afboeking van het eigen vermogen	86	87	87	86	84
Rechtstreekse afboeking ten laste van het resultaat	5	4	4	3	3
Activering en afschrijving	2	1	1	3	5
Combinatie van activering en rechtstreekse afboeking	2	4	4	4	4
Geen informatie beschikbaar	5	4	4	4	4
Totaal	100	100	100	100	100
Steekproefgrootte in aantallen	66	72	71	67	73

Uit tabel 2 blijkt dat betaalde goodwill bij meer dan 85 procent van de Nederlandse ondernemingen rechtstreeks op het eigen vermogen in mindering wordt gebracht. Dit houdt in dat impliciete activering van merken (als onderdeel van de betaalde goodwill) eveneens weinig voorkomt. In navolging van de eerder genoemde uitgeverijen activeert De Telegraaf gekochte uitgavenrechten, zij het niet als zelfstandig actief maar als een niet onderscheiden deel binnen de gekochte goodwill; deze wordt afgeschreven binnen een periode van 10 jaar.

3.3 De waardering van gekochte goodwill door de vermogensmarkt

Om te onderzoeken of de vermogensmarkt waarde toekent aan betaalde goodwill, en de daarin impliciet besloten merken, hebben we een

relatie gelegd tussen de marktwaarde van het eigen vermogen en de geaccumuleerde gekochte goodwill over een periode van 10 jaar.⁴ We hebben beide variabelen gedeeld door de boekwaarde van de onderneming. Op deze manier wordt gecorrigeerd voor verschillen in grootte tussen ondernemingen. De te gebruiken variabelen in de analyse zijn als volgt gedefinieerd.⁵

Marktwaarde van het eigen vermogen

De marktwaarden van de ondernemingen zijn berekend op de laatste handelsdag van de maand mei volgend op de afsluiting van het boekjaar. In deze tussenliggende periode van vijf maanden zijn alle onderzochte jaarrekeningen gepubliceerd en derhalve verondersteld bij beleggers bekend te zijn. De berekende marktwaarden zijn afkomstig van de databank Bloomberg Inc.

Boekwaarde van het eigen vermogen

De boekwaarden van het eigen vermogen zijn verzameld aan de hand van de databank REACH. Deze cijfers zijn zonder enige correctie overgenomen van de jaarrekeningen van de desbetreffende ondernemingen. Voor zover betaalde goodwill is geactiveerd, hebben wij dit geactiveerde bedrag van het gerapporteerde eigen vermogen afgetrokken. Zodoende bevat het eigen vermogen geen betaalde goodwill.

Geaccumuleerde uitgaven voor gekochte goodwill

Voor de cijfers betreffende de jaarlijkse uitgaven voor betaalde goodwill (het verschil tussen de overnameprijs en de netto vermogenswaarde van de te onderscheiden activa en passiva van een overgenomen onderneming) hebben we de jaarrekeningen zelf geraadpleegd. De jaarlijkse uitgaven hebben wij over een reeks van jaren gecumuleerd, alsof de onderneming goodwill zou hebben geactiveerd. Hierbij hebben we verondersteld dat de investeringen aan het begin van het jaar hebben plaatsgevonden en dat lineair wordt afgeschreven in een periode van tien jaar. Om tot een geaccumuleerd bedrag voor gekochte goodwill te komen moeten derhalve de uitgaven over de afgelopen negen jaar ter beschikking zijn.⁶

Ten behoeve van de waarderingsanalyse hebben we voor de periode van 1989 tot en met 1993 elk jaar een vijftal portefeuilles gevormd, die zijn samengesteld op basis van de grootte van de

markt/boekwaardeverhouding van de onderzochte ondernemingen. Zo bestaat portefeuille 1 uit die 20 procent ondernemingen, die de hoogste markt/boekwaardeverhouding hebben en portefeuille 5 uit die 20 procent ondernemingen die de laagste markt/boekwaardeverhouding hebben. Vervolgens hebben we voor iedere portefeuille de gemiddelde waarde van de geaccumuleerde goodwill gedeeld door de boekwaarde van het eigen vermogen berekend. In tabel 3 zijn deze gemiddelde waarden weergegeven voor iedere portefeuille in elk van de onderzochte jaren. In de onderste rij van de tabel is de Spearman rangcorrelatiecoëfficiënt berekend tussen de markt/boekwaardeverhouding en de geaccumuleerde goodwill als fractie van de boekwaarde. De Spearman rangcorrelatiecoëfficiënt is gemeten op basis van iedere individuele waarneming.

Tabel 3: Gemiddelde waarde van de geaccumuleerde goodwill als fractie van de boekwaarde van het eigen vermogen voor elk van de portefeuilles

Jaar	1989	1990	1991	1992	1993	Alle jaren
Portefeuille						
1	1,24	1,16	0,62	0,54	0,67	0,83
2	0,16	0,20	0,37	0,40	0,30	0,27
3	0,15	0,16	0,22	0,20	0,18	0,20
4	0,09	0,20	0,16	0,20	0,13	0,15
5	0,12	0,09	0,13	0,11	0,11	0,11
Steekproef-grootte	66	72	71	67	73	349
Spearman rangcorrelatie-coëfficiënt	0,40	0,41	0,46	0,46	0,56	0,45
	**	**	**	**	**	**

* significant op het 95% niveau;

** significant op het 99% niveau.

Tabel 3 toont aan dat de markt/boekwaardeverhouding sterk samenhangt met de geaccumuleerde goodwill gedeeld door de boekwaarde. Voor elk jaar geldt dat de geaccumuleerde goodwill afneemt in volgorde van de portefeuilles, met uitzondering van een tweetal omdraaiingen in 1989 en 1990. Ook de Spearman rangcorrelatiecoëfficiënt is positief en significant in elk van de onderzochte jaren. Met andere woorden, de premie die beleggers bereid zijn te betalen voor de onderneming bovenop de boekwaarde van het eigen vermogen wordt mede verklaard door de geaccumuleerde goodwill. Beleggers kennen

derhalve waarde toe aan geaccumuleerde goodwill, inclusief de daarin besloten merken.

Vervolgens hebben we onderzocht of de mutaties in de markt/boekwaardeverhouding van het eigen vermogen van jaar tot jaar verklaard kunnen worden door de goodwillinvesteringen gedeeld door de boekwaarde van het eigen vermogen in dat jaar. Anders gezegd: wordt een mutatie van de marktwaarde ten opzichte van de boekwaarde veroorzaakt door (des)investeringen in goodwill, die als zodanig niet op de balans verschijnen? Opnieuw hebben we voor elk van de onderzochte jaren een vijftal portefeuilles gecreëerd, nu op basis van de absolute toename in de markt/boekwaardeverhouding van de ondernemingen van jaar tot jaar. Nu bestaat portefeuille 1 uit de 20 procent ondernemingen met de grootste toename in markt/boekwaardeverhouding en portefeuille 5 uit de 20 procent ondernemingen met de grootste afname in markt/boekwaardeverhouding.

Tabel 4: Gemiddelde waarde van de goodwillinvesteringen als fractie van de boekwaarde van het eigen vermogen voor elk van de portefeuilles

Jaar	1989/90	1990/91	1991/92	1992/93	Alle jaren
Portefeuille					
1	0,15	0,32	0,10	0,20	0,18
2	0,07	0,06	0,05	0,03	0,04
3	0,03	0,11	0,01	0,03	0,06
4	0,05	0,03	0,04	0,02	0,03
5	0,08	0,05	0,20	0,02	0,09
Steekproef-grootte	66	69	65	66	266
Spearman rangcorrelatie-coëfficiënt	0,07	0,38	-0,03	0,30	0,13
		**		**	**

* significant op het 95% niveau;

** significant op het 99% niveau.

In tabel 4 zijn de gemiddelde goodwillinvesteringen als fractie van de boekwaarde voor iedere portefeuille in elk van de jaren weergegeven, evenals de Spearman rangcorrelatiecoëfficiënt op basis van iedere individuele waarneming. Het jaar 1989 is niet in de analyse opgenomen omdat de koersgegevens over 1988, die benodigd zijn om de mutaties in markt/boekwaardeverhoudingen uit te rekenen, niet beschikbaar waren. Ook de steek-

proefgrootte is iets kleiner dan in de voorgaande analyses, omdat van jaar tot jaar enkele mutaties optreden in de onderzochte ondernemingen, waardoor de koppeling per onderneming van jaar tot jaar niet altijd mogelijk is.

Het in tabel 4 getoonde verband tussen de verandering in de markt/boekwaardeverhouding en de goodwillinvesteringen is duidelijk zwakker dan in de voorgaande analyse. Wel blijkt dat de gemiddelde goodwillbetalingen van de ondernemingen in portefeuille 1 duidelijk omvangrijker zijn dan die in de portefeuilles 2 tot en met 5, met uitzondering van het jaar 1992.⁷ De Spearman rangcorrelatiecoëfficiënt is significant in twee van de vier onderzochte jaren, alsmede voor alle waarnemingen bij elkaar genomen.

4 Conclusies

Verscheidene buitenlandse studies hebben aangetoond dat de vermogensmarkt wel degelijk in staat is om waarde toe te kennen aan merknamen ongeacht of zij door de onderneming worden geactiveerd. Ook voor de Nederlandse markt geldt dat merken, die besloten liggen in betaalde goodwill, in de marktwaarde tot uitdrukking komen, ook al wordt de betaalde goodwill voor het merendeel rechtstreeks van het eigen vermogen afgeboekt. Een bijkomende vraag of zelfstandige activering van merken mogelijk additionele informatiewaarde heeft voor de vermogensmarkt is hiermee nog niet beantwoord. Deze praktijk komt in Nederland zodanig weinig voor, dat onderzoek naar dergelijke beslissingen weinig betrouwbare uitspraken zou opleveren. Wel hebben we gezien dat ondernemingen in geval van zelfstandige activering van merken slechts één geaggregeerd cijfer verstrekken, waarmee de geschatte waarde van de merkenportefeuille wordt weergegeven, alsmede een korte aanduiding van de toegepaste waarderingmethode. Mede op basis van de in paragraaf 2 besproken buitenlandse onderzoeksresultaten lijkt het ons niet erg aannemelijk dat deze summie gegevens van significante invloed zullen zijn op de prijsvorming op de vermogensmarkt.

Dit impliceert niet dat de beslissing tot activering van merken als zodanig weinig zinvol is. Wellicht zou een opsplitsing van het geaggregeerde balanscijfer in de waarde van individuele merken, alsmede hun omzet en winstmarge

waardevolle informatie voor beleggers kunnen bevatten. Ook zou de informatie over de toegepaste waarderingmethode uitgebreid kunnen worden. Bij toepassing van de earnings multiplier methode kunnen bijvoorbeeld de gehanteerde multiplier en de winstgevendheid van het merk vermeld worden. Bij toepassing van de discounted cash flow methode kan de onderneming bijvoorbeeld gegevens verstrekken over de berekende cash flows, de gehanteerde disconteringsvoet en de disconterings-termijn. De informatiewaarde van deze gegevens voor beleggers berust dan niet zozeer op het feit dat de vermogensmarkt voorheen geen waarde toekende aan merken, maar meer op het feit dat managers als *insiders* meer details kennen en deze als zodanig naar buiten brengen. Bovendien is de vermogensmarkt hierdoor in staat de redelijkheid van de schattingen van het management te beoordelen en zo nodig bij te stellen. Of het management bereid is dergelijke gegevens openbaar te maken, hangt wellicht af van overwegingen van andere aard.

L I T E R A T U U R

- Ajinkya, B.B., (1980), 'An Empirical Evaluation of Line-of-Business Reporting', *Journal of Accounting Research*, najaar, pp. 343-361.
- Arnold, J., D. Eggington, L. Kirkham, R. Macve, K. Peasnell, (1989), *Goodwill and other intangibles: theoretical considerations and policy issues*, Institute of Chartered Accountants in England and Wales, Londen.
- Beaver, W.H., (1981), 'Market Efficiency', *The Accounting Review*, januari, pp. 23-37.
- Collins, D.W., (1975), 'SEC Product-Line Reporting and Market Efficiency', *Journal of Financial Economics*, juni, pp. 125-164.
- Collins, D.W., R. Simmonds, (1979), 'SEC Line-of-Business Disclosures and Market Risk Adjustments', *Journal of Accounting Research*, najaar, pp. 352-383.
- Dukes, R.E., (1976), *An Investigation of the Effects of Expensing Research and Development Costs on Security Prices*, in: Schiff, M., Sorter, G. (red.), *Proceedings of the Conference on Topical Research in Accounting*, New York University Press, New York, pp. 147-193.
- Huijgen, C.A., (1996), *Valuation of Purchased Goodwill*, Labyrinth Publication, Capelle a/d IJssel.
- Krens, F., (1996), *Immateriële Vaste Activa*, Monografieën externe verslaggeving, 4^e druk, Delwel Uitgeverij B.V., 's-Gravenhage.

- Lev, B., T. Sougiannis, (1996), 'The Capitalization, Amortization and Value-Relevance of R&D', *Journal of Accounting and Economics*, februari, pp. 107-138.
- Marsh, P., A. Likierman, P. Barwise, C. Higson, (1990), *Accounting Information and the Capital Market*, in: Power, M. (red.), *Brand and Goodwill Accounting Strategies*, Woodhead-Faulkner, New York, pp. 87-98.
- Mather, P.R., K.V. Peasnell, (1991), 'An Examination of the Economic Circumstances Surrounding Decisions to Capitalise Brands', *British Journal of Management*, april, pp. 151-164.
- Vigeland, R.L., (1981), 'The Market Reaction to Statement of Financial Accounting Standard No. 2', *The Accounting Review*, april, pp. 309-325.

NOTEN

- 1 Voor een nadere analyse van het marktgeoriënteerde verslaggevingsonderzoek verwijzen wij naar Huijgen (1996).
- 2 Krens (1996) geeft een uitgebreide bespreking van de Nederlandse regelgeving inzake immateriële activa.
- 3 Zie de bijdrage van Krens in dit MAB-nummer voor een bespreking van de earnings multiplier methode en de discounted cash flow methode.
- 4 De waardering door de vermogensmarkt van merken, voor zover deze expliciet worden geactiveerd, wordt in onze

studie niet onderzocht. Deze merken komen namelijk wel tot uitdrukking in de boekwaarde van het eigen vermogen en vormen daarmee geen verklaring voor het verschil tussen marktwaarde en boekwaarde. Overigens merken we op dat de uitgeverijen de betaalde goodwill, voor zover deze resteert na aftrek van gekochte en geactiveerde uitgavenrechten, niet activeren maar rechtstreeks afboeken van het eigen vermogen. Het gaat hierbij om aanzienlijke bedragen, die de geactiveerde uitgavenrechten in de meeste van de onderzochte jaren overstijgen. Deze resterende goodwill, die mogelijk ook niet onderscheiden uitgavenrechten bevat, is uiteraard wel van belang in onze analyse.

5 Het onderliggende cijfermateriaal voor de hiernavolgende analyse is grotendeels ontleend aan Huijgen (1996). De gebruikte modellen zijn enigszins gesimplificeerd.

6 Wanneer we deze eis strikt zouden hanteren, zouden relatief veel waarnemingen komen te vervallen, aangezien in de tweede helft van de jaren tachtig nogal wat ondernemingen naar de beurs kwamen waarvan de jaarrekening voorheen moeilijk te verkrijgen was. Derhalve hebben we besloten om ondernemingen in de steekproef op te nemen wanneer goodwillbetalingen over de meest recente vijf jaar voor ons ter beschikking waren.

7 De relatief omvangrijke goodwillinvesteringen voor portefeuille 5 in 1992 worden veroorzaakt door een extreme waarneming, die de gemiddelde waarde met 0.15 omhoog trekt.