

Transparantie en de marktwaarde van de aandelen van een onderneming

Wim Holterman

SAMENVATTING In dit artikel wordt ingegaan op de relatie tussen de mate van 'disclosure' en de marktwaarde van de aandelen van ondernemingen. Het artikel bevat een overzicht van de bevindingen van recent wetenschappelijk onderzoek over dit onderwerp, alsmede van recent door PricewaterhouseCoopers in Nederland gehouden onderzoek onder institutionele beleggers en beleggingsanalisten. Het wetenschappelijk onderzoek levert sterke aanwijzingen op dat een verbetering van de disclosure leidt tot een verlaging van de rentabiliteitsrisico's van de aandeelhouders². Het artikel bevat tevens aanbevelingen voor ondernemingen om hun disclosure te verbeteren, zowel voor wat betreft de inhoud als de wijze van communicatie met beleggers en analisten.

1 Inleiding

De noodzaak van een goede informatieverstrekking van ondernemingen aan de participanten op financiële markten, zoals beleggers en beleggingsanalisten, wordt algemeen erkend. De rol die aan het prijsmechanisme op financiële markten wordt toegedacht als leidraad voor investerings- en beleggingsbeslissingen is gebaseerd op het uitgangspunt dat de aandelenprijzen een goede weergave zijn van de marktwaarde van het eigen vermogen van ondernemingen. Efficiëntie van de markt is daarvoor een belangrijke voorwaarde. Ook op het micro-niveau van de individuele onderneming is een juiste waardering van de aandelen van groot belang. Onderwaardering kan er onder meer toe leiden dat een onderneming geen financiering kan aantrekken voor investeringen met een positieve net-

to contante waarde. Overwaardering kan omslaan in langdurige onderwaardering als beleggers er achter komen dat de overwaardering het gevolg is van het feit dat het management een te rooskleurig beeld van de onderneming heeft geschetst en daarmee het vertrouwen van aandeelhouders verliest.

Dit artikel gaat over de relatie tussen de informatieverstrekking van ondernemingen en hun aandelenprijs. In het bijzonder wordt ingegaan op de vraag of een betere informatieverstrekking – ceteris paribus – leidt tot een hogere aandelenprijs. De resultaten van theoretisch en empirisch wetenschappelijk onderzoek staan daarbij centraal.

Bij de afbakening van het begrip informatieverstrekking (disclosure) is het zinvol een onderscheid te maken tussen de informatie (de inhoud of 'content') die verstrekt wordt en de wijze waarop deze verstrekt wordt. Bij de inhoud gaat het bijvoorbeeld om de vragen 'welke' informatie of 'hoeveel' informatie wordt verstrekt. Bij de wijze van informatieverstrekking gaat het om de communicatiekanalen en -media (bijvoorbeeld het jaarverslag, de communicatie met beleggingsanalisten, presentaties aan analisten en beleggers, de website) en aan aspecten als de frequentie en de intensiteit van het contact tussen onderneming en analisten of beleggers. In dit artikel wordt op beide aspecten van disclosure ingegaan.

Dit artikel is als volgt opgebouwd. In paragraaf 2 wordt ingegaan op de modellering van de relatie tussen informatieverstrekking en aandelenprijzen in de financieel-economische literatuur. In paragraaf 3 wordt ingegaan op de resultaten van empirisch wetenschappelijk onderzoek. In paragraaf 4 wordt beknopt verslag gedaan van recent door PricewaterhouseCoopers in Nederland verricht onderzoek, waarbij op basis van enquêtes en interviews inzicht is verkregen in het oordeel van beleggingsanalisten en

Dr. W.G.M. Holterman geeft leiding aan de Valuation & Strategy-praktijk van PricewaterhouseCoopers in Nederland. Voorheen was hij werkzaam als accountant en als universitair docent financieel management aan de Rijksuniversiteit Groningen.

institutionele beleggers over de informatieverschaffing van Nederlandse ondernemingen. Het artikel wordt in paragraaf 5 afgesloten met conclusies en aanbevelingen.

2 Informatieverstrekking en aandelenkoersen: theorie

Wetenschappelijk onderzoek op het gebied van de relatie tussen disclosure en de aandelenprijzen van ondernemingen is van vrij recente datum. Dit hangt samen met de langdurige suprematie van de efficiënte markthypothese in wetenschappelijk onderzoek.

Belangrijke voorwaarden voor de geldigheid van de efficiënte markthypothese zijn: informatie is kosteloos verkrijgbaar, beschikbaar voor iedereen en door iedereen eenduidig te interpreteren. Aan deze voorwaarde wordt uiteraard in de praktijk niet voldaan. Het afgelopen decennium heeft onderzoek op het gebied van de invloed van disclosure op de aandelenkoersen een opmars doorgemaakt. Hierna zal deze literatuur nader worden besproken.

Het is intuïtief plausibel dat naarmate een belegger toegang heeft tot meer informatie over een onderneming, het risico van beleggen in de aandelen van die onderneming kleiner wordt en derhalve de rentabiliteitseis van de aandeelhouders lager wordt. Risico's die samenhangen met onvolledige toegang tot informatie komen boven op de risico's die inherent zijn aan aandelenbeleggingen in een efficiënte markt. In de praktijk gangbare modellen, zoals het Capital Asset Pricing Model, gaan uit van de veronderstelling van een efficiënte markt.

In de financieel-economische literatuur wordt het vraagstuk van de toegang tot informatie van beleggers beschouwd vanuit de relatieve onderlinge toegang tot informatie. Indien niet alle marktpartijen toegang hebben tot dezelfde informatieset, is er geen sprake van een 'level playing field' tussen marktpartijen; er is sprake van informatieasymmetrie. Zoals hieronder verder besproken zal worden, heeft informatieasymmetrie een verlaging van de liquiditeit tot gevolg. De verlaging van de liquiditeit leidt op haar beurt tot een hogere rentabiliteitseis van de aandeelhouders. De relatie tussen informatieverstrekking en rentabiliteitseis is dus een indirecte: betere informatieverstrekking leidt tot een grotere liquiditeit van de aandelen, welke op haar beurt leidt tot een lagere rentabiliteitseis. Deze causale relaties zullen hierna nader worden besproken.

2.1 Informatieasymmetrie en liquiditeit

De relatie tussen informatieasymmetrie en liquiditeit is voor het eerst gelegd door Amihud en Mendelson (1986). Om de relatie tussen informatieverstrekking en liquiditeit te kunnen beschrijven, is het noodzakelijk het begrip liquiditeit nader te definiëren. Amihud en Mendelson (2000, p. 9) definiëren de liquiditeit van een aandeel als '*a measure of the ease with which cash can be converted to an investment in the stock and vice versa*'. Amihud en Mendelson meten liquiditeit in termen van de kosten van liquiditeit. Zij onderscheiden drie componenten:

- 1 De spread tussen bied- en laatprijs en de 'market impact costs'. Bied- en laatprijzen zijn relevant voor kleine transacties: een marktpartij kan verkopen tegen de biedprijs en verkopen tegen de laatprijs. Bij grotere transacties, ook wel 'block orders' genoemd, zal de prijs in het algemeen niet binnen de spread van de gequote bied- en laatprijs vallen en zal de prijs als gevolg van de transactie wijzigen. De 'market impact costs' betreffen in essentie de prijswijziging die het gevolg is van het uitvoeren van een transactie.
- 2 'Opportunity'-kosten voor grote orders. Deze kosten hebben te maken met de tijdsdimensie van liquiditeit: door langer te wachten op een geschikte koper of verkoper wordt ceteris paribus de kans groter dat een betere prijs wordt gerealiseerd, maar neemt ook het risico toe dat in die tijd de prijs zich ongunstig ontwikkelt.
- 3 Commissies en andere transactiekosten die samenhangen met het uitvoeren van orders.

Amihud en Mendelson (2000) brengen de eerste kostencomponent van liquiditeit, de spread tussen bied- en laatprijs en de 'market impact costs' in verband met de ongelijke verspreiding van informatie onder beleggers. De spread tussen bied- en laatprijs is lager naarmate de informatieasymmetrie tussen marktpartijen geringer is. Deze bewering is gebaseerd op de volgende redenering. Veronderstel dat beleggers kunnen worden onderverdeeld in twee groepen: 'informed traders' en 'uninformed traders'. 'Informed traders' beschikken over informatie die nog niet in de koers is verwerkt en handelen om te profiteren van deze informatievoorsprong. 'Uninformed traders' hebben geen informatievoorsprong en handelen uit andere motieven, bijvoorbeeld aanpassing van hun portefeuille in lijn met hun gewenste consumptiepatroon. Stel dat een 'informed trader' aandelen te koop aanbiedt. Dit impliceert dat de huidige marktprijs te hoog is. De market maker zal de aandelen gewoonlijk kopen tegen de biedprijs in de hoop deze

later te verkopen tegen de laatprijs. Wanneer hij echter wordt geconfronteerd met een 'informed trader', zou hij op basis van de geldende biedprijs teveel betalen. Derhalve zal hij zijn biedprijs verlagen. Omgekeerd, indien een 'informed trader' wil kopen, dan zal de market maker de laatprijs verhogen. Uit de voorgaande redenering blijkt dat naarmate de informatieasymmetrie tussen marktpartijen groter is en de kans groter is dat de market maker wordt geconfronteerd met 'informed traders', de spread tussen bied- en laatprijs groter zal zijn.

2.2 Liquiditeit en rentabiliteitseis

De relatie tussen de bied- en laatprijs en de rentabiliteitseis van de aandeelhouders kan als volgt worden uitgelegd. De marktwaarde van een aandeel is gelijk aan de contante waarde van de cash flows op deze aandelen. De kosten van liquiditeit, waaronder de spread tussen de bied- en laatprijs, vormen een negatieve cash flow component. Indien aandelen met een zekere regelmaat worden verhandeld, kan de contante waarde van de liquiditeitskosten aanzienlijk zijn. Amihud en Mendelson (2000, p. 13) geven ter illustratie het volgende cijfervoorbeeld. Veronderstel dat een aandeel gemiddeld eenmaal in de twee jaar wordt verhandeld en dat de kosten per transactie twee dollarcent bedragen. Veronderstel verder dat de waarde van het aandeel exclusief transactiekosten \$ 1 zou bedragen. Onmiddellijk voorafgaand aan de tweejaarlijkse transactie bedraagt de contante waarde van de transactiekosten (uitgaande van een disconteringsvoet van stel 8%) \$ 0,14, zodat de prijs, rekening houdend met transactiekosten, \$ 0,86 bedraagt³. Indien de transactiekosten dalen van twee dollarcent naar anderhalve dollarcent, dan stijgt de koers naar \$ 0,895. Dit cijfervoorbeeld illustreert dat transactiekosten een grote invloed kunnen hebben op de marktwaarde van aandelen en dat een schijnbaar geringe daling van de transactiekosten een vrij grote stijging van de aandelenprijs kan betekenen.

3 Informatieverspreiding en de rentabiliteitseis van aandeelhouders: bevindingen van empirisch onderzoek

In deze paragraaf wordt ingegaan op de bevindingen van empirisch onderzoek inzake de relatie tussen informatieverspreiding en de rentabiliteitseis van aandeelhouders. Allereerst wordt ingegaan op de relatie tussen informatieverspreiding en de spread tussen bied- en laatprijs. Daarna wordt ingegaan op de relatie tussen de bied- en laatprijs en de rentabiliteitseis

van de aandeelhouders. Vervolgens wordt ingegaan op de resultaten van overig onderzoek met betrekking tot de relatie tussen informatieverstrekking en de rentabiliteitseis van aandeelhouders.

3.1 Informatieverspreiding en de spread tussen bied- en laatkoers

Uit een grote hoeveelheid onderzoek blijkt een positieve relatie tussen informatieverstrekking en de liquiditeit van aandelen, uitgedrukt in de spread tussen bied- en laatprijs. Hier volgen enkele voorbeelden. Uit onderzoek van Coller en Yohn (1997) blijkt dat ondernemingen die winstprognoses publiceerden, voor publicatie een hogere spread tussen bied- en laatprijs hadden dan een controlegroep en dat na publicatie de spread dicht in de buurt kwam van de controlegroep. De winstprognoses werden gepubliceerd door ondernemingen met een hoge mate van informatieasymmetrie, die door de publicatie van de prognoses werd gemitigeerd. Uit onderzoek van Bartov en Bodnar (1996) blijkt dat ondernemingen die in het kader van de implementatie van SFAS 52 inzake vreemde valuta, kozen voor een variant die door beleggers en analisten als het meest informatief werd gezien, een gemiddelde stijging van het handelsvolume van 25,6 % toonden⁴. Uit Boone (1998) blijkt dat Amerikaanse olieconcerns die als gevolg van gewijzigde regelgeving overgingen tot het publiceren van de contante waarde van hun olie- en gasreserves, een aanzienlijke daling van de spread tussen bied- en laatprijs van hun aandelen vertoonden. Voor andere onderzoeken waaruit de relatie tussen informatieverspreiding en liquiditeit blijkt, zie onder meer Welker (1995) en Healy, Hutton en Palepu (1999).

Een belangwekkend onderzoek waarbij de rol van beleggingsanalisten centraal staat, betreft het onderzoek van Brennan en Tamarowski (2000). Het uitgangspunt van het onderzoek van Brennan en Tamarowski is dat analisten, op grond van hun rapporten en adviezen, een belangrijke rol spelen bij de verspreiding van informatie over ondernemingen. Daardoor vermindert de informatieasymmetrie tussen marktpartijen en verbetert de liquiditeit. Brennan en Tamarowski onderzoeken het verband tussen het aantal analisten dat een onderneming volgt en de liquiditeit van de aandelen. Brennan en Tamarowski gebruiken een andere maatstaf dan de spread tussen bied- en laatprijs, zie ook Brennan en Subramanyam (1996). Ze achten de spread tussen bied- en laatprijs minder relevant omdat de feitelijke spread veelal lager is dan de door market makers afgegeven spread en

omdat de spread geen rekening houdt met de omvang van de transactie. Brennan en Subrahmanyam meten de liquiditeit in termen van de marginale impact van een transactie op de koers van de aandelen, de zogenaamde Kyle's Lambda. Uit hun onderzoek blijkt een sterke correlatie tussen het aantal analisten en Kyle's Lambda. Voor een gemiddelde onderneming blijkt dat toevoeging van zes analisten de liquiditeit met 28% verhoogt, uitgaande van een gelijkblijvend handelsvolume. Toename van het aantal analisten blijkt echter ook het handelsvolume te vergroten, welke op haar beurt de liquiditeit weer vergroot. Indien ook dit indirecte effect wordt meegenomen, blijkt toevoeging van zes analisten de liquiditeit maar liefst met gemiddeld zo'n 85% te verhogen.

De boodschap van Brennan en Tamarowski voor ondernemingen is duidelijk: vergroot het aantal analisten dat de onderneming volgt en de liquiditeit zal verbeteren. Een van de manieren om het aantal analisten te vergroten, is om de kosten van hun analyse te verlagen door toeschietelijker en pro-actiever te zijn in de communicatie met analisten. Hierbij spelen uiteraard het topmanagement en de afdeling investor relations een grote rol. Uit verschillende onderzoeken blijkt dat ondernemingen die voortvarend zijn in hun informatieverstrekking, door meer analisten worden gevolgd. Zie bijvoorbeeld Francis, Hanner en Philbrick (1997), Lang en Lundholm (1996) en Healy, Hutton en Palepu (1999). Uit deze onderzoeken blijkt overigens ook dat betere disclosure leidt tot een grotere consensus tussen analisten en meer betrouwbare prognoses van bijvoorbeeld de winst. Uit Dempsey (1989) blijkt dat naarmate meer analisten een onderneming volgen, er minder vaak sprake is van verrassingen bij bekendmaking van de kwartaalcijfers. Analisten dragen blijkbaar bij aan het verminderen van informatieasymmetrie. Uit Brennan, Jegadeesh en Swanimathan (1993) blijkt dat aandelenprijzen sneller reageren op macro-economisch nieuws naarmate meer analisten de onderneming volgen.

Kleinere ondernemingen moeten overigens meer hun best doen om door analisten te worden gevolgd dan grote ondernemingen, omdat banken minder kunnen verdienen aan de analyse van kleine ondernemingen. Beleggingsanalisten verdienen op indirecte wijze geld voor de bank waarvoor ze werken, namelijk via de commissie uit de effectenhandel die door hun rapporten en aanbevelingen wordt gegenereerd en via mandaten voor de 'investment banking'-divisie. Uiteraard valt door deze systematiek van beloning meer geld te verdienen met de analyse van grote ondernemingen

dan van kleine ondernemingen⁵. Om dit probleem te ondervangen, stellen Amihud en Mendelson (2000, p. 24) voor dat kleinere ondernemingen analisten rechtstreeks betalen voor hun analysewerkzaamheden. Dit voorstel zou tevens een oplossing bieden voor het belangenconflict waarmee de huidige opbrengstensystematiek van analisten behept is⁶. Rechtstreekse betaling door de onderneming voor de werkzaamheden van een analist is een praktijk die analoog is aan de beloningssystematiek van bijvoorbeeld de accountant en de kredietbeoordelaar: ook deze worden door de onderneming betaald.

3.2 De relatie tussen de liquiditeit en de rentabiliteits-eis van aandeelhouders

De relatie tussen de spread van de bied- en laatprijs en de rentabiliteitseis van aandelen is in een aantal studies op overtuigende wijze aangetoond. De eerste belangrijke studie betreft die van Amihud en Mendelson (1986). Uit hun studie van aan de New York Stock Exchange genoteerde ondernemingen over de periode 1961-1980, blijkt dat de gerealiseerde rentabiliteit van ondernemingen met een lage spread aanzienlijk groter is dan die van ondernemingen met een hoge spread. Hun conclusie is dat stijging van de spread met 1% leidt tot een verhoging van de vereiste rentabiliteit met 2,53% op jaarbasis. De spreads liepen in de door Amihud en Mendelson ten behoeve van hun onderzoek gehanteerde portefeuilles uiteen van 0,49% tot 3,21%, overeenkomend met een verschil in vereiste rentabiliteit van 6,89% op jaarbasis. Brennan en Subrahmanyam (1996) hebben een vergelijkbaar onderzoek uitgevoerd over de periode 1984-1991. Het verschil in vereiste rentabiliteit (op jaarbasis) tussen het meest liquide en minst liquide quintiel van door hen onderzochte aandelen bedraagt 6,62%, bijna even hoog als in Amihud en Mendelson (1986).

3.3 Bevindingen van overig empirisch onderzoek

Een interessant onderzoek waarbij een rechtstreekse relatie wordt gelegd tussen informatieverstrekking door ondernemingen en de door aandeelhouders vereiste rentabiliteit, betreft Botosan (1997). Botosan legt een relatie tussen de vereiste rentabiliteit en het niveau van transparantie van 122 ondernemingen in de metaal- en machine-industrie in 1991. De rentabiliteitseis wordt bepaald door de aandelenkoers te relateren aan de winst- en dividendverwachtingen volgens Value Line. De mate van transparantie wordt gemeten met behulp van een subjectieve maatstaf van de hoeveelheid en soort informatie die een onderne-

ming in het jaarverslag publiceert. De door Botosan gehanteerde 'disclosure-index' bestaat uit vijf categorieën: achtergrondinformatie, in het verleden behaalde financiële resultaten, niet-financiële grootheden, toekomstgerichte informatie en het directieverslag. Botosan concludeert dat voor ondernemingen die door relatief veel analisten worden gevolgd de mate van disclosure (in het jaarverslag!) nauwelijks van invloed is op de vereiste rentabiliteit. Zij stelt dat op basis hiervan niet de conclusie mag worden getrokken dat verbetering van de informatieverzorging voor grotere ondernemingen, die door relatief veel analisten worden gevolgd, geen voordelen biedt. Veeleer is het plausibel dat deze ondernemingen andere middelen en kanalen gebruiken om informatie te verspreiden, het jaarverslag is minder belangrijk als communicatiemedium. Voor ondernemingen die door slechts een beperkt aantal analisten worden gevolgd, blijkt er wel degelijk een significante relatie te bestaan tussen de mate van disclosure en de door beleggers vereiste rentabiliteit: het verschil tussen de verwachte rentabiliteit (op jaarbasis) tussen de ondernemingen met de hoogste en laagste disclosure bedraagt ongeveer 9%⁷. Verder blijkt dat bij ondernemingen die door relatief weinig analisten worden gevolgd, met name disclosure van toekomstgerichte informatie en informatie over niet-financiële grootheden, zoals orderportefeuille en marktaandeel, bijdragen aan een verlaging van de rentabiliteitseis. Uit hetzelfde onderzoek blijkt overigens dat kleine ondernemingen achterblijven in hun disclosure ten opzichte van grote bedrijven. Botosan (2000) concludeert op basis van een steekproef van 247 industriële ondernemingen (die tevens de 122 ondernemingen uit Botosan, 1997, omvatten) dat kleinere ondernemingen die door minder analisten worden gevolgd minder informatie verstrekken in alle hierboven genoemde categorieën dan grote ondernemingen die door veel analisten worden gevolgd, met name op het gebied van toekomstgerichte informatie en niet-financiële grootheden.

4 Transparantie in Nederland

De afgelopen jaren heeft PwC wereldwijd grootschalig onderzoek uitgevoerd met betrekking tot de transparantie van ondernemingen, met als doel een betere standaard voor externe verslaggeving en investor relations te ontwerpen. In het onderzoek is zowel ingegaan op de inhoud als de wijze van communicatie. Onderwerpen die hierbij aan de orde kwamen, zijn onder meer de relevantie van de huidige verslaggeving, de informatiebehoefte van analisten en beleg-

gers en het functioneren van de investor-relationsfunctie. Dit onderzoek is uitgevoerd in de vorm van enquêtes onder beleggingsanalisten en institutionele beleggers. Het onderzoek is uitgevoerd op het niveau van zowel individuele landen (twaalf landen) als individuele bedrijfstakken. Voor een overzicht van de bevindingen op wereldwijd niveau en per bedrijfstak zij verwezen naar PricewaterhouseCoopers (2002b)⁸.

In deze paragraaf wordt verslag gedaan van het hierboven genoemde onderzoek voorzover het Nederland betreft (PricewaterhouseCoopers, 1999 en 2002a). Daarbij zij opgemerkt dat de onderzoeksresultaten in Nederland grotendeels overeenkomen met die voor andere landen. Het in 1999 uitgevoerde onderzoek (PwC, 1999) betreft een schriftelijk enquête onder dertig lokale institutionele beleggers in Nederlandse aandelen en vijftig lokale beleggingsanalisten. Het in 2002 uitgevoerde onderzoek (PwC, 2002) betreft interviews van leidende Nederlandse en internationale sectoranalisten, waarbij de transparantie en communicatie van Nederlandse ondernemingen ten opzichte van internationale sectorgenoten centraal staat⁹.

De belangrijkste onderzoeksbevindingen worden hierna samengevat. Allereerst wordt ingegaan op de inhoud van de informatieverzorging ('welke informatie') en daarna op de wijze van informatieverzorging: de communicatie.

4.1 De relevantie van de soort informatie die wordt verstrekt

Minder dan 25% van de geënquêteerde beleggers en minder dan 40% van de analisten acht de huidige verslaggeving bijzonder bruikbaar om een oordeel te vormen over de waarde van een onderneming. (PwC 1999, pp. 2-3). Beleggers en analisten willen aanzienlijk meer informatie dan zij thans van ondernemingen krijgen. Deze informatiekloof heeft betrekking op een groot aantal financiële en niet-financiële maatstaven. Tabel 1, ontleend aan PwC (1999, p. 12), geeft een overzicht van de mate waarin beleggers en analisten van oordeel zijn dat zij van een onderneming adequate informatie krijgen met betrekking tot verschillende door hun van belang geachte financiële en niet-financiële maatstaven. De maatstaven zijn weergegeven in volgorde van afnemende belangrijkheid volgens het oordeel van de institutionele beleggers. Deze ordening komt goeddeels overeen met de ordening van analisten (zie PwC, 1999, p. 8).

Op basis van deze tabel kan het volgende worden geconcludeerd:

Tabel 1. Percentage of Investors and Analysts Perceiving Companies as Doing an Adequate Job in Providing Information on a Performance Measure

Performance Measure	Investors (n=30)	Analysts (n=50)
	%	%
Segment Performance	64	67
Statements of Strategic Goals	56	78
R&D Investment Amounts	72	76
Costs	60	51
Market Growth	36	69
New Product Development	48	59
Cash Flow	64	63
R&D Productivity	28	37
Market Share	64	61
Employee Productivity	24	41
Product Quality	36	33
Customer Retention	12	22
Earnings	68	90
Process Quality	24	29
Intellectual Property	48	43
Capital Expenditures	52	78
Environmental Compliance	56	51
Customer Satisfaction	4	18
Employee Turnover	28	29
Employee Training Levels & Expenditure	20	27
Employee Satisfaction	16	24

- Een groot aantal van de door beleggers en analisten van belang geachte maatstaven is van niet-financiële aard. Van de tien belangrijkste maatstaven zijn er slechts drie van financiële aard. De maatstaf winst hoort niet bij de belangrijkste tien.
- Gegevens per segment blijken voor analisten en beleggers het belangrijkste. Dit hangt samen met het feit zij hun waarderingen bij voorkeur opbouwen vanuit de analyse en waardering van individuele bedrijfsonderdelen¹⁰. Beleggers en analisten proberen ook op het niveau van de bedrijfsonderdelen vergelijkingen te maken met andere ondernemingen. Ook uit het onderzoek van PwC (2002a, p. 10) blijkt dat analisten informatieverstrekking op segmentniveau het belangrijkste vinden.
- Het is geen verrassing dat informatie over strategische doelen voor de oordeelsvorming van analisten en beleggers van groot belang is. Uit internationaal onderzoek van PwC (PwC 2002b) blijkt dat beleggers bijzonder hechten aan concrete doelen en een periodieke toetsing van de prestaties aan deze doelen. Beleggers en analisten vinden dat de strategische

paragrafen in het directieverslag van het jaarverslag vaak te onduidelijk en te weinig concreet zijn.

- Uit tabel 1 blijkt dat voor veel maatstaven een groot deel van de beleggers en analisten niet tevreden is met de informatieverstrekking van de zijde van ondernemingen.

Uit PwC (2002a, p. 10) blijkt dat analisten er behoefte aan hebben dat een groter deel van de financiële en niet-financiële informatie wordt gecertificeerd door accountants of andere deskundigen. Deze behoefte betreft in het bijzonder de marktomvang, de groei van de markt en het marktaandeel. In dat verband is de volgende klacht van een geïnterviewde analist illustratief: *‘When you add all the different market shares companies in the sector provide you with, you get to 200%, there is a need for a referee.’*

Met betrekking tot de constatering dat analisten en beleggers een groot belang blijken te hechten aan niet-financiële maatstaven, zou de kanttekening kunnen worden geplaatst dat de betreffende PwC-

onderzoeken voor een belangrijk deel dateren uit de periode waarin de belangstelling voor niet-financiële maatstaven gepaard ging met een 'hype' op de aandelenmarkten. Volgens deze redenering zouden analisten en beleggers na het uiteenspatten van de zogenaamde internetzeepbel inmiddels weer voornamelijk belangstelling hebben voor financiële maatstaven als cash flow en winst. Of zulks inderdaad het geval is, zou moeten blijken uit nieuw empirisch onderzoek. Hier wordt volstaan met de opmerking dat veel niet-financiële maatstaven in feite bouwstenen zijn voor financiële maatstaven. Bijvoorbeeld: marktaandeel en marktgroei zijn belangrijke elementen om de toekomstige omzet te schatten. De 'customer-retention' is van belang voor de inschatting van toekomstige omzet en toekomstige marketing- en acquisitiekosten.

4.2 De communicatie

Analisten en beleggers gebruiken verschillende communicatiekanalen en media om informatie over een onderneming te verkrijgen, zoals het jaarverslag, persberichten, de website, gesprekken met het management en contacten met de afdeling investor relations (PwC 2002a, p. 16).

Tabel 2 geeft een overzicht van de belangrijkste informatiebronnen van analisten (PwC 2002a, p. 17). Analisten hechten het grootste belang aan rechtstreeks contact met het management. Er zijn duidelijk verschillende rollen weggelegd voor het management en de afdeling investor relations. Zoals een van de geïnterviewden het stelt: *'Management should provide the big picture, investor relations the detailed information'*.

Tabel 3 en tabel 4 (ontleend aan PwC 2002a, p. 18) geven aan welke criteria analisten in hun communicatie met respectievelijk het management en de afde-

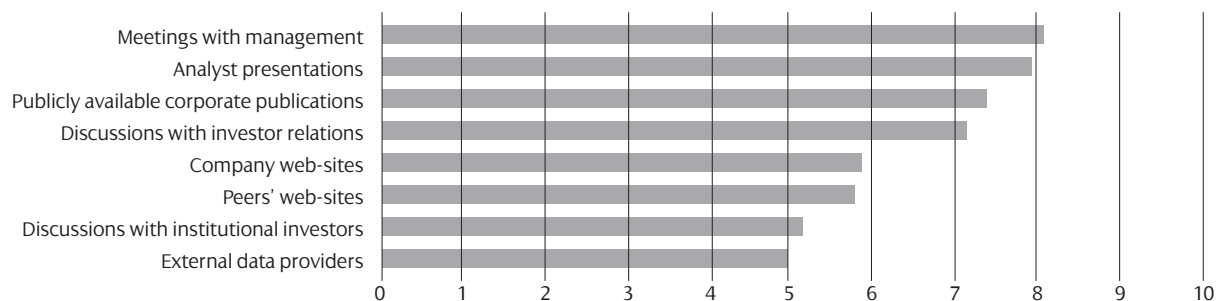
ling investor relations van belang achten. Opmerkelijk is dat zaken als toegankelijkheid en frequentie van contact belangrijker worden geacht dan de relevantie en betrouwbaarheid van de informatie. In contact met de afdeling investor relations wordt knowhow als belangrijkste criterium genoemd: een illustratie van de veelgehoorde klacht dat deze afdeling onvoldoende financieel-inhoudelijke kennis heeft, dan wel onvoldoende op de hoogte is om effectief met beleggers en analisten te communiceren.

Meer dan 90% van de geënquêteerde analisten en beleggers is van oordeel dat Nederlandse ondernemingen meer informatie verstrekken dan hetgeen wettelijk vereist is. Slechts 20% van de beleggers en 25% van de analisten vindt echter dat ondernemingen op het gebied van communicatie een pro-actieve houding hebben, waarbij ze zelf contact initiëren en anticiperen op mogelijke vragen en zorgpunten (PwC 1999, pp. 6-7). Nederlandse ondernemingen onderscheiden zich hierin niet positief of negatief ten opzichte van ondernemingen in andere landen, zij het dat grote ondernemingen het aanzienlijk beter doen dan kleine (PwC 1999, p. 6) en PwC (2002a, p. 6).

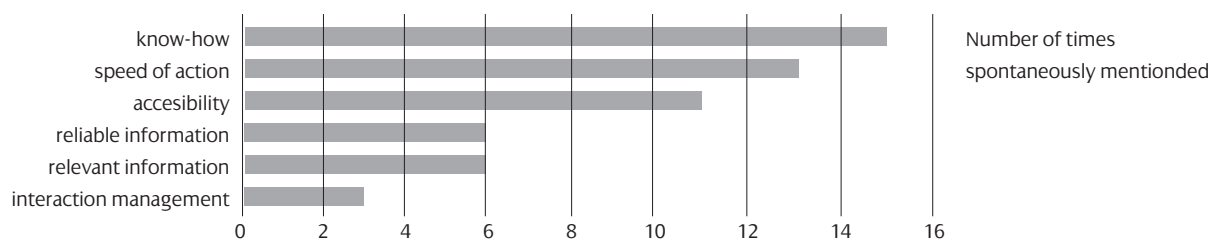
5 Conclusies en aanbevelingen

Uit het wetenschappelijk onderzoek van het afgelopen decennium blijkt een sterke relatie tussen disclosure en de rentabiliteitseis van aandeelhouders. Het blijkt dat verbeteringen van de disclosure tot een zeer aanzienlijke reductie van de rentabiliteitseis van de aandeelhouders kunnen leiden. Gezien zowel de breedte als de diepgang van het onderzoek waarop deze conclusie is gebaseerd, kan zij dienen als krachtige aansporing aan bedrijven om hun disclosure te verbeteren. Zowel uit het academisch onderzoek als wereldwijd uitgevoerd onderzoek door PwC blijkt dat

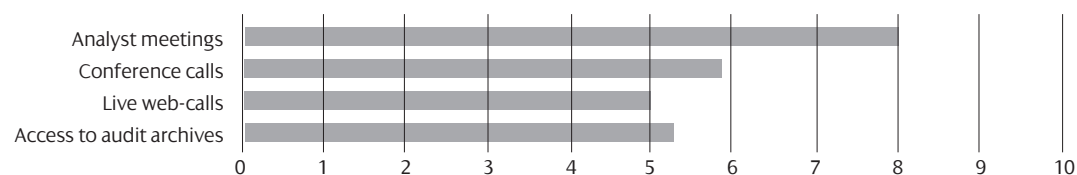
Tabel 2. Most important sources of company information (scored 1 to 10 high)



Tabel 3. Best practice Investors Relations



Tabel 4. Analysts preferred way to receive company presentations (scored 1 to 10 high)



er op het gebied van disclosure door ondernemingen veel te verbeteren valt. Uit hetzelfde onderzoek blijkt dat de voordelen van verbetering van disclosure relatief groot zijn bij 'small-cap'- en 'mid-cap'-ondernemingen. Dit komt omdat deze ondernemingen gemiddeld genomen een slechtere disclosure blijken te hebben dan 'large-caps', terwijl ze bovendien veel minder op de radar van beleggers en analisten staan.

Ten aanzien van de inhoud van de informatie doen ondernemingen er goed aan in kaart te brengen welke informatiebehoefte (institutionele) beleggers en analisten hebben en moeten zij trachten daar zoveel mogelijk aan te voldoen. Zeker nu er na de introductie van de euro sprake is van een beweging van beleggen op basis van landenallocatie naar beleggen op basis van sectoren, krijgt de relatieve kwaliteit van informatieverstrekking binnen een sector grote betekenis. Uit onderzoek is gebleken dat met name niet-financiële informatie door beleggers en analisten van groot belang wordt geacht. Dit gegeven geeft aanleiding tot nieuwe vraagstukken: de definiëring van niet-financiële grootheden (bijvoorbeeld marktaandeel en klanttevredenheid) en de vergelijkbaarheid van dergelijke maatstaven tussen ondernemingen. Ook kan men zich afvragen of dergelijke informatie, gegeven het belang dat gebruikers er aan hechten, geen voorwerp van accountantscontrole zou moeten zijn. Geloofwaardige communicatie van niet-financiële maatstaven vereist een oplossing van dergelijke vraagstukken.

Ook ten aanzien van de communicatie van informatie is de nodige verbetering mogelijk. Het is van belang dat ondernemingen een communicatiestrategie ontwikkelen waarbij aandacht wordt besteed aan alle relevante communicatiekanalen, zoals het jaarverslag, de website en de contacten met beleggingsanalisten. Op deze wijze kan een van de belangrijkste kritiepunten die uit empirisch onderzoek blijkt, gebrek aan pro-activiteit in de informatieverstrekking, worden ondervangen. ■

Literatuur

- Amihud, Y. en H. Mendelson, (1986), Asset Pricing and The Bid-Ask Spread, in: *Journal of Financial Economics*, vol. 17, pp. 223-249.
- Amihud, Y. en H. Mendelson, (2000), The Liquidity Route to a Lower Cost of Capital, in: *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 12, no. 4, pp. 8-25.
- Amihud, Y., H. Mendelson en B. Lauterbach, (1997), Market Microstructure and Securities Values: Evidence from the Tel Aviv Stock Exchange, in: *Journal of Financial Economics*, vol. 45, pp. 365-390.
- Boone, J., (1998), Oil and Gas Reserve Value Disclosures and Bid-Ask Spreads, in: *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 17, no. 1, pp. 55-84.
- Bartov, E. en G. Bodnar, (1996), Alternative Accounting Methods, Information Asymmetry and Liquidity, in: *Accounting Review*, vol. 71, no.3, pp. 397-418.
- Botosan, C.A., (1997), Disclosure Level and the Cost of Equity Capital, in: *Accounting Review*, vol. 72, pp. 323-350.
- Botosan, C.A., (2000), Evidence that Greater Disclosure Lowers the Cost of Equity Capital, in: *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 12, no. 4, pp. 60-69.

- Brennan, M.J., N. Jegadeesh en B. Swaminathan, (1993), Investment Analysis and the Adjustment of Stock Price to Common Information, in: *Review of Financial Studies*, no. 6, pp. 799-824.
- Brennan, M.J. en A. Subrahmanyam, (1996), Market Micostructure and Asset Pricing: On the Compensation for Illiquidity in Stock Returns, in: *Journal of Financial Economics*, vol. 41, pp. 441-464.
- Brennan, M.J. en C. Tamarowski, (2000), Investor Relations, Liquidity, and Stock Prices, in *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 12, no. 4, pp. 26-37.
- Coller, M. en T. Yohn, (1997), Management Forecasts and Information Assymetry: An Examination of Bid-Ask Spreads, in: *Journal of Accounting Research*, vol. 35, no. 2, pp. 181-194.
- Dempsey, S.J., (1989), Predisclosure Information Search Incentives, Analyst Following and Earnings Announcement Price Response, in: *Accounting Review*, vol. 64, pp. 748-757.
- Francis, J. , J.D. Hanner en D.R. Philbrick, Management Communication with Securities Analysts, in: *Journal of Accounting and Economics*, vol. 24, pp. 363-394.
- Healy, P., A. Hutton en K. Palepu, (1999), Stock Price Performance and Intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure, in: *Contemporary Accounting Research*, pp. 485-520.
- Lang, M. en R.J. Lundholm, (1996), Corporate Disclosure Policy and Analyst Behaviour, in: *Accounting Review*, vol. 71, pp. 467-492.
- PricewaterhouseCoopers: R.G. Eccles en J.A. Nijhuis, (1999), *Pursuing Value: The Information Reporting Gap in the Dutch Capital Markets*.
- PricewaterhouseCoopers: A. Blokpoel, J. van Manen en V. van der Reijden, (2002a), *Competing for Capital: Analysts'perceptions of the competitive of Dutch Companies, an international survey*.
- PricewaterhouseCoopers, (2002b), *ValueReporting™ Forecast 2002. Bringing information out into the open*.
- Sengupta, P., (1998), Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt, in: *The Accounting Review*, vol. 73, pp. 459-474.
- Welker, M., (1995), Disclosure Policy, information asymmetry, and liquidity in Equity Markets, in: *Contemporary Accounting Research*, vol. 11, no. 2, pp. 801-827.

Noten

- 1 Rentabiliteit wordt hier gedefinieerd als aandelenprijsstijging plus dividend in enige periode gedeeld door de aandelenprijs aan het begin van die periode. Sommigen gebruiken hiervoor ook de aanduiding rendement.
- 2 Dit artikel beperkt zich tot de relatie tussen disclosure en de kostenvoet van het eigen vermogen; er wordt niet ingegaan op de relatie tussen disclosure en de kosten van vreemd vermogen. Zie voor onderzoek op dit gebied onder meer Sengupta (1998). Uit het empirisch onderzoek van Sengupta blijkt dat een hogere mate van disclosure gepaard gaat met een lagere kostenvoet van het vreemd vermogen.
- 3 Gelijk aan $\$ 0,02$ plus $\$ 0,02 / [(1+0,08)^t - 1]$.
- 4 Het gaat hier om de variant die buitenlandse activiteiten uitdrukt in de valuta van die landen (de zogenaamde 'current rate'-methode), waarbij de buitenlandse valuta als de zogenaamde 'functional currency' wordt aangemerkt. In de andere variant wordt de Amerikaanse dollar als 'functional currency' gehanteerd.
- 5 Daarenboven blijkt dat kleine ondernemingen ook een lagere liquiditeit hebben (zie Brennan en Subrahmanyam, 1996), zodat een analistenrapport relatief minder handel genereert dan bij een grote onderneming.
- 6 De huidige praktijk brengt met zich mee dat analisten een prikkel hebben om gunstige rapporten over ondernemingen te schrijven teneinde 'investment banking'-mandaten te winnen. Onder meer als gevolg van de recente financiële deconfitures in de Verenigde Staten is dit belangenconflict aanleiding voor regelgevers om de positie van analisten binnen banken te herzien.
- 7 Na correcties voor verschillen in ondernemingsomvang en risico.
- 8 Bevindingen zijn ook gepubliceerd op www.valuereporting.com.
- 9 Naast de onderwerpen transparantie en financiële communicatie wordt in PwC (2002a) ook ingegaan op de stand van zaken van corporate governance in Nederland in internationaal perspectief. In het onderhavige artikel wordt hier niet nader op ingegaan.
- 10 Deze benadering wordt in de praktijk aangeduid als 'sum of the parts'-benadering.