



Bedrijven speelbal van de beurs

Auteur(s):*Hoesel, P., van**Jaarsma, K.**Meijaard, J.**De auteurs zijn werkzaam bij het EIM. Meijaard is tevens verbonden aan de Erasmus Universiteit Rotterdam.***Verschenen in:**

ESB, 86e jaargang, nr. 4320, pagina 631, 10 augustus 2001

Rubriek:**Trefwoord(en):**

beleggen

De korte-termijnblik van beleggers verstoort de strategie van beursgenoteerde ondernemingen. Die zouden in sommige gevallen moeten overwegen uit de beurs te stappen. Hoe kan de beurs in rustiger vaarwater komen?

Doel en middel in de economie kunnen soms in een verkeerde volgorde terechtkomen. Het middel wordt dan doel, en het oorspronkelijke doel wordt ondergeschikt. Voorbeelden hiervan zijn een ondernemer die vanaf een bepaald moment meer denkt aan 'cashen' dan aan ondernemen; een medewerker die het allang niet meer naar zijn zin heeft maar toch vasthoudt aan zijn baan; een fusie die vooral wordt nagestreefd ten behoeve van de status van directieleden. Aan dit rijtje kunnen we tegenwoordig moeiteloos toevoegen: beleggers die vooral naar de korte termijn kijken en een bedrijf onmiddellijk laten vallen als anderen dat ook lijken te doen.

Het spel

De effectenbeurs is oorspronkelijk bedoeld om voor bedrijven risicokapitaal bijeen te brengen, ten behoeve van hun strategische doelen op de lange termijn. Dit kapitaal blijft gedurende langere tijd ongemoeid teneinde het bedrijf in staat te stellen die doelen te bereiken. Beleggers moeten op deze beurs weliswaar geduld oefenen, maar dan ligt er ook een flink rendement in het verschiet.

Maar hoe werkt de beurs tegenwoordig? Alleen een liefst snelle stijging van de koersen vindt men acceptabel, zodat er snel grote winsten kunnen worden gerealiseerd waarmee nieuwe avonturen mogelijk worden. Het gaat deze actieve groep beleggers bepaald niet om de participatie in bedrijven, maar om het spelen van een beleggingsspel. Een loterij zonder verliezers, zolang men elkaar op de beurs omhoog praat, maar inmiddels ook een geweldig risico voor zowel bedrijven als beleggers zodra de stemming negatief wordt. Het spelelement heeft voor deze actieve groep zodanig de overhand gekregen, dat zij moeten worden beschouwd als speculanten.

Juist omdat deze speculanten zo actief zijn, hebben ze een onevenredig grote invloed op de koersontwikkelingen. De hoeveelheid aandelen die zij verhandelen is immers slechts een fractie van het totale aandelenbezit, terwijl hun handelen de waarde van alle aandelen direct beïnvloedt.

Het beleggingsspel wordt bovendien ondersteund door de economische prikkels bij de bemiddelaars tussen beleggers en de beurs. De hoeveelheid gefaciliteerde transacties is immers een belangrijk deel van hun broodwinning. Van rustige lange-termijnbeleggers worden zij niet zo gek veel wijzer. Bemiddelaars bieden nieuwe beleggers zelfs leningen aan om de aankoop van aandelen te financieren. Daarmee wordt, zo lijkt het wel, bewust lucht geblazen in de waarde van aandelen, op kosten van de beleggers.

Volatiliteit

Er is verder een kleine groep actieve beleggers die zo bedreven zijn in het beleggingsspel dat zij er baat bij menen te hebben dat de beurs als een jojo op en neer gaat. Zij zien het liefst een forse volatiliteit, want dat biedt optimale kansen om op een leuke manier in en uit te stappen. De term volatiliteit klinkt serieus genoeg om de indruk te wekken dat dit een normaal verschijnsel is. En het is ook normaal zolang dit de weerspiegeling is van 'echte' onzekerheid rond een bepaald bedrijf of de algemene economische ontwikkeling. De huidige volatiliteit is aan dat laatste echter slechts voor een klein deel toe te schrijven¹. Zij wordt grotendeels bepaald door speculatie en emoties en pakt daarom nogal eens verkeerd uit voor de bedrijven en voor de meeste beleggers². Die zijn slachtoffer van de korte termijn-overwegingen van de speculanten. Het spelelement is inmiddels het doel geworden en bedrijven zijn dan het middel om de behoefte aan speculatie te bevredigen.

De derivatenhandel versterkt deze bewegingen verder. De meeste vormen van derivatenhandel zijn tot stand gekomen om beleggers te gerieven en hebben hoogstens indirect een functie voor de beursgenoteerde bedrijven zelf. Voor de investering in reële economische activiteiten zijn zij niet functioneel. Natuurlijk zijn de beurs en haar producten mede bedoeld om liquiditeit te verkrijgen rond aandelenpakketten, zodat er wat te verhandelen valt, er een prijs gevormd kan worden en beleggers hun risico kunnen spreiden. Maar deze laatste doelen zouden het primaire doel niet moeten verstoren.

Effecten op starters

Jonge, snelgroeiende bedrijven hebben in de afgelopen jaren van de goklust kunnen profiteren. Er werd geboden op de meest wanstaltige koers/winstverhoudingen. In veel gevallen (meest internetbedrijven) zijn zelfs enorme bedragen neergelegd voor bedrijven die nog steeds bitter weinig produceren, laat staan winst maken. Deze bedrijven werd een grote groeipotentie toebedacht. Dat lijkt wel aardig, maar zodra de stemming omslaat kunnen de groeimogelijkheden voor die bedrijven in één keer de nek worden omgedraaid. Voor een reeks van die bedrijven betekende dat op zijn best een gedwongen overname en op zijn slechtst einde oefening ³. Dit is niet alleen jammer voor het bedrijf, maar ook voor de grote groep beleggers die te laat is uitgestapt. Hun investeringen kunnen nooit meer worden terugverdiend. En wat nog erger is: beleggers worden gedurende langere tijd dermate kopschuw van zulke ontwikkelingen dat nieuwe bedrijven veel minder mogelijkheden hebben om aan geld te komen.

Dit is overigens ook de schuld van deze jonge bedrijven zelf. Zij deden grif mee met het scheppen van hoge verwachtingen, in plaats van nuchter te laten zien op welke termijn het geld pas kon worden terugverdiend.

Sterker nog, er zullen beslist bedrijven bij zijn geweest die primair zijn opgericht om snel te kunnen incasseren en die hoogstens in secundaire zin als serieuze poging waren bedoeld om een echt bedrijf van de grond te krijgen. Beleggers leden in de afgelopen jaren aan een zodanige blikvernaauwing, dat een aardig aantal van dit type 'ondernemers' heeft kunnen profiteren van de gretigheid van de beleggers zonder een echte inspanning te hoeven leveren. Bovendien was het voor de beleggers vanwege de asymmetrische informatie over de kwaliteit van de 'toekomstige' bedrijven schier onmogelijk om het kaf van het koren te scheiden. Tien jaar lang hard werken en de buikriem aanhalen is echter de normale gang van zaken om een echt bedrijf op poten te kunnen zetten. Drie jaar wat uitproberen op het internet, mooi weer verkopen en dan de rest van je leven op vakantie gaan, is veeleer parasitair gedrag dan een constructieve bijdrage aan de samenleving ⁴.

Het zou waarschijnlijk goed zijn wanneer de beurs bij dit soort nieuwe toetredingen weer een streng toelatingsbeleid zou voeren en een beursgang pas mogelijk zou maken na een aantal jaren van stabiele winstontwikkeling.

Ook schade voor grote bedrijven

Oudere, grotere bedrijven vallen niet meteen om van een negatieve koersontwikkeling, maar ze kunnen er wel fors door worden gehinderd of zelfs geblokkeerd. Grotere bedrijven die goed presteren worden nogal eens gestraft, als de gokkers op nog meer hadden gerekend. Bedrijven die een winstwaarschuwing geven, worden soms zelfs genadeloos afgestraft met een zodanige koersval dat ze nog maar een fractie waard zijn van wat ze even geleden waard waren. Voorbeelden hiervan zijn upc en Getronics. Een koerscorrectie was absoluut op zijn plaats, maar waarom moet het meteen een afstraffing worden? Investeren wordt voor deze bedrijven een nagenoeg onmogelijke opgave.

Kpn is een ander goed voorbeeld. Ook hier is de vraag of de reactie van beleggers niet te zwaar is doorgeschooten, waardoor een oplossing voor de schuldenlast juist wordt belemmerd. Ook na een mogelijke fusie met Belgacom lijkt het waarschijnlijk dat een beursnotering een gevaar voor het nieuwe bedrijf zal blijven. Dit blijft natuurlijk wel spannend voor speculanten.

Uitstappen?

Misschien zouden bovenstaande bedrijven moeten overwegen hun eigen aandelen in te kopen. Zij kunnen zich zo tegen lage kosten bevrijden van het juk van de beurs. Al was het maar om vijandige overname te voorkomen, omdat ze met een lage koers te goedkoop zijn geworden.

Er is inmiddels een groeiende stroom (vooral middelgrote) bedrijven te zien, die de beurs de rug toekeren om niet langer afhankelijk te zijn van dit soort verschijnselen ⁵. Onder een normaal beursklimaat heeft een notering genoeg voordelen, maar nú zijn de risico's dusdanig dat een nieuwe beursgang zelden een issue zal zijn.

Ook bedrijven die zoiets nog niet is overkomen, zouden eens moeten overwegen of het verlies aan status als niet-beursgenoteerde onderneming opweegt tegen de onevenredige risico's van al te heftige beursbewegingen. Ondernemingen zoals Shell en Unilever zijn waarschijnlijk vermogend genoeg om zichzelf op te kopen, mogelijk met steun van hun eigen pensioenfondsen en enkele grote banken. Andere ondernemingen die te weinig eigen middelen hebben zouden met grote beleggers (bijvoorbeeld pensioenfondsen) kunnen praten over langetermijnbeleggingen, hetgeen voor beide partijen veel voordeliger zou kunnen zijn wegens de aan beide kanten gewenste stabiliteit in de waardeontwikkeling. We kunnen aan vele voorbeelden zien dat een niet-beursgenoteerde onderneming prima kan functioneren: denk aan coöperaties zoals de Rabobank of grote consultancy- en accountancybureaus zoals kpmg.

Het vertrek van installatiebureau gti van de beurs is illustratief. Nadat dit bedrijf zich in 1985 had verzelfstandigd, koos het de beurs. Ondanks gestage expansie en goede resultaten bleven de koers-winstverhoudingen teleurstellend, vooral omdat de institutionele beleggers niet bijster geïnteresseerd waren in een moeizaam verhandelbaar fonds. Met name investeringsmaatschappijen en participatiemaatschappijen werden eigenaar van de aandelen. Deze laatsten haalden het bedrijf van de beurs: minder risico, meer rendement.

Macro

Een niveau hoger loopt ook de economie als geheel risico's door het gedrag van speculanten. Als de koersen over een grote linie kelderden, zakt de consumptie sterk in omdat veel consumenten/beleggers zich armer zien worden. Dit kan een negatieve spiraal veroorzaken. De beurs gaat immers ook weer reageren op die slechte consumptiecijfers, enzovoort. Zo worden bedrijven en consumenten ongewenst gevoelig voor oneigenlijke sentimentgolven, die de economische groei remmen ⁶.

Oplossingen

Dit alles leidt tot de vraag of de beurs nog wel in lijn ligt met haar oorspronkelijke doelen en met de economische doelen van onze samenleving. Het leidt vooral tot de vraag of de beurs niet anders moet gaan functioneren. Misschien is het niet eens zo moeilijk om de spelregels van de beurs zodanig aan te passen, dat het gokgedrag wordt ingedamd. Er zijn oplossingen wenselijk als rem op al te grote koerssprongen, in aanvulling op de maatregelen die al worden ingevoerd in navolging van Parijs en Brussel⁷.

Zo zou een regel kunnen worden ingevoerd, die vastlegt dat na een aankoop van een pakket aandelen deze gedurende een bepaalde periode (een paar maanden) niet weer mogen worden verkocht, ongeacht de koersontwikkeling. Een aanvullende regel zou kunnen zijn, dat bij verkoop van aandelen de verkoper gedurende een paar maanden niet meer in dit fonds mag stappen. Dit vereist een goede registratie van aan- en verkopen, maar moet te regelen zijn aangezien de belegger tussenpersonen nodig heeft voor de aan- en verkoop. Hiermee worden verschijnselen als daghandel onmogelijk gemaakt, maar dat is nu juist de bedoeling.

Een andere regel kan zijn een beperking of zelfs verbod op gelijktijdig contrair handelen (tegengestelde opties; hedging via futures op dezelfde aandelen), hetgeen vooral door daghandelaren en commissieairs wordt beoefend. Dit betekent dat men zich op hetzelfde moment niet meer mag indekken tegen een bepaald koersverloop. Daardoor zal de risicobereidheid sterk worden ingedamd.

Nog een mogelijkheid zou zijn dat grote pakketten niet in één keer aangekocht of verkocht mogen worden. Er moet dan een aankondiging plaatsvinden van grote transacties, waardoor andere beleggers niet kunnen worden overvallen. Dit kan ook het voorkennisprobleem grotendeels ondervangen.

Oók zou men kunnen splitsen in twee soorten aandelen: aandelen bedoeld voor de langetermijnbeleggers die niet snel verhandelbaar zijn, en aandelen die bedoeld zijn voor actieve beleggers.

Een variant op dit idee is het invoeren van een beurs met twee snelheden of twee parallelle beurzen. Bij de snelle beurs is alles geoorloofd (ongeveer zoals nu, of zelfs nog liberaler), terwijl bij de langzame beurs maatregelen gelden als voornoemd. Wellicht kan dit eenvoudig via een aanpassing van het per september in te voeren handelssysteem voor kleine fondsen. Dat handelssysteem, waarbij fondsen met weinig transacties slechts tweemaal per dag worden verhandeld (via veiling), maakt het voor kleinere ondernemingen minder aantrekkelijk om op de beurs kapitaal te betrekken. Het quotum voor continue handel moet met behulp van tussenpersonen, de zogenaamde 'animateurs', worden afgedwongen. Bedrijven kunnen dan kiezen bij welke beurs zij hun aandelen willen laten verhandelen. Eventueel plaatst men een deel van het pakket bij de snelle en een ander deel bij de langzame beurs. De index van de langzame beurs zal een betere indicator zijn van de economische ontwikkeling dan die van de snelle beurs⁸.

Slot

Natuurlijk halen maatregelen om de beurs in wat rustiger vaarwater te laten komen enige lol uit het beleggingsspel. Maar daarvoor komt in de plaats dat de serieuze belegger weer serieus kan beleggen, gericht op de lange termijn, wat bijvoorbeeld goed is voor onze pensioenvoorzieningen. En daarvoor komt ook in de plaats dat bedrijven hun strategie kunnen ontplooiën zonder grote beurschokken. Een aanvullend voordeel kan zijn dat op die manier het vertrouwen in de beurs weer gaat toenemen, waardoor er meer geld beschikbaar komt.

1 Dit gaat vooral om de toegenomen *variatie* in *dagelijkse* volatiliteit. Peters en De Vilder laten in een recent werkdocument zien dat die variatie voor de AEX-index flink is toegenomen over de laatste vier jaar. Zie <http://turing.wins.uva.nl/~remco/paper2.pdf>.

2 Recent onderzoek wijst erop dat psychologie steeds meer bepalend is. Zie bijvoorbeeld J.Y. Campbell en R.J. Shiller, *Valuation ratios and the long-run stock market outlook: an update*, NBER werkdocument, nr. 8221, <http://www.nber.org>.

3 Zie: De beurs denkt in termen van winst, niet van strategie, *Het Financieele Dagblad*, 1 mei 2001.

4 Het verschil tussen een goed en een 'gebakken lucht' bedrijf is moeilijk te maken wanneer meetbare prestaties ver in de toekomst liggen. Er vindt adverse selectie plaats: als kwaliteit niet valt waar te nemen, zullen de slechtste bedrijven de prijzen bepalen. Zie G.A. Akerlof, *The market for 'lemons': quality uncertainty and the market mechanism*, *Quarterly Journal of Economics*, nr. 84, 1970, blz. 488-500.

5 Zie: Beurs maakt zich op voor vertrek van de kleinere fondsen, *Het Financieele Dagblad*, 1 mei 2001.

6 Dit thema is mooi verwoord in: A. van Witteloostuijn, *Bedrijfsleven staart zich blind op beurskoersen*, *NRC Handelsblad*, 15 maart 2001.

7 Dit is het *Nouvelle Systeme de Cotation*: als door één transactie de koers twee procent beweegt, wordt ter informatie de handel stilgelegd. Dit beperkt de uiteindelijk sentimentele volatiliteit echter maar ten dele. Er wordt immers alleen ingegrepen als een enkele transactie dit effect heeft. Indien het om een combinatie van transacties gaat, gebeurt er niets.

8 We zien iets soortgelijks al bij de Dow Jones tegenover de Nasdaq aan de NYSE, overigens zonder het effect van de hier voorgestelde beperkende regels.