



Behavioristische ondernemings-financiering

Auteur(s):

Veld, C.

De auteur is hoogleraar persoonlijke financiële planning en financiering aan de Universiteit van Tilburg.

C.H.Veld@uvt.nl

Verschenen in:

ESB, 87e jaargang, nr. 4378, pagina 730, 11 oktober 2002

Rubriek:

Uit de vakliteratuur

Trefwoord(en):

financiering

Het vakgebied van de behavioristische financiering (behavioral finance) is bezig aan een indrukwekkende opmars. In dit vakgebied wordt een link gelegd tussen psychologie en financiering. Recente overzichtsartikelen van De Bondt en Thaler en Hirshleifer tonen aan dat grote vorderingen zijn gemaakt op dit terrein ¹.

Alvorens hierop in te gaan, is het zinvol om een onderscheid te maken tussen de twee hoofdgebieden in de financiering, te weten de beleggingstheorie en de theorie van ondernemingsfinanciering. De ondernemingsfinanciering heeft betrekking op het verkrijgen van geld door de uitgifte van vermogenstitels. Dit betreft onder andere de vraag in hoeverre een onderneming zich met eigen vermogen, in de vorm van aandelenvermogen, of met vreemd vermogen, in de vorm van obligaties of bankleningen, moet financieren. De beleggingstheorie heeft betrekking op het verdelen van geld over verschillende vermogenstitels.

De vorderingen in de behavioristische financieringstheorie hebben zich met name voorgedaan in de beleggingstheorie en minder in de theorie van ondernemingsfinanciering. Dit is opmerkelijk. In de beleggingspraktijk wordt immers veel meer gebruik gemaakt van inzichten uit de traditionele beleggingstheorie dan dat de financieringspraktijk gebruik maakt van de traditionele financieringstheorie.

In een recent artikel gaat Shefrin in op de mogelijkheid om de bevindingen uit de behavioristische financieringstheorie, die met name toepassing vinden in de beleggingstheorie, ook toe te passen in de ondernemingsfinancieringstheorie ². Hiermee wordt een eerste stap gezet in de richting van een behavioristische theorie van ondernemingsfinanciering.

Shefrin maakt uit de literatuur over behavioristische financieringstheorie op dat mensen een viertal karakteristieken vertonen die afwijken van het model met de rationele agent dat de basis vormt voor de huidige financieringstheorie. De eerste karakteristiek is dat mensen een aversie hebben om verliezen te accepteren. Dit blijkt bijvoorbeeld uit het feit dat particuliere beleggers niet snel bereid zijn om aandelen te verkopen tegen een prijs die lager ligt dan hun aankoopprijs. De tweede karakteristiek is dat mensen gevoelig zijn voor de vorm waarin een bepaalde keuze wordt gepresenteerd. Indien beleggers bijvoorbeeld een pakket aandelen kunnen verkopen waarop in totaal een winst wordt gemaakt, wordt de aversie om verliezen te accepteren vermeden. De derde karakteristiek is dat mensen lijden aan een te groot zelfvertrouwen. Dit blijkt bijvoorbeeld uit de antwoorden op de vraag of iemand zich als een betere chauffeur beschouwt dan de gemiddelde persoon waarmee deze persoon samenwerkt. Volgens onderzoek van Shefrin blijkt dat ongeveer zeventig procent zich als beter dan gemiddeld beschouwt. De vierde karakteristiek is de bevestigingsfout. Dit is de tendens om teveel gewicht toe te kennen aan een bewijs dat een bepaalde overtuiging bevestigt en te weinig gewicht aan een bewijs dat een bepaalde overtuiging ontkracht.

Shefrin presenteert in zijn artikel enkele casussen om het belang van de behavioristische aspecten voor de ondernemingsfinanciering aan te tonen. Een voorbeeld is de casus van de Sony Corporation. In 1961 verwierf Sony de rechten om een kleurentelevisie te construeren rondom de zogenaamde Chromatron televisiebuis. Dit project werd geleid door één van de eigenaren, Masaru Ibuka. Ondanks het feit dat dit project grote verliezen met zich meebracht, weigerde Ibuka het project te beëindigen tot in november 1966. Op dat moment was Sony dicht bij een bankroet. Shefrin stelt dat dit debacle voor een belangrijk deel werd veroorzaakt doordat Ibuka leed aan een aversie om verliezen te accepteren. Bovendien beschikte hij over een te groot zelfvertrouwen. De verliesbeperking bleek uit het feit dat Sony geld bleef investeren in het project, omdat Ibuka weigerde een zeker verlies te accepteren. Het te grote zelfvertrouwen bleek uit het feit dat Ibuka op een bepaald moment besloot tot massaproductie zonder dat daarvoor een rendabele manier was gevonden. De Sony casus toont aan dat enkele van de concepten die in de behavioristische financieringstheorie worden gebruikt een rol hebben gespeeld bij de verkeerde beslissingen die door het topmanagement van Sony werden genomen. Shefrin presenteert in zijn artikel meerdere van dit soort casussen waaruit lessen voor de praktijk kunnen worden geleerd.

Het artikel van Shefrin is een stap in de richting van een theorie van behavioristische ondernemingsfinanciering. Echter, hiervoor is meer nodig dan een bespreking van enkele casussen. Voordat het als een serieus vakgebied kan worden beschouwd, is nog een lange weg te gaan. Dit vereist dat theoretici aspecten van behavioristische financieringstheorie in hun modellen gaan verwerken en dat onderzoekers bestuderen hoe empirische benaderingsvariabelen kunnen worden ontwikkeld om behavioristische verschijnselen aan te kunnen tonen. Dit is een interessante uitdaging voor de komende jaren

1 W.F.M. de Bondt en R.H. Thaler, Financial decision making in markets and firms: a behavioral perspective, in: R. Jarrow, V. Maksimovic en W.T. Ziemba (red.), Finance: handbooks in operations research and management science, North-Holland, Amsterdam, 1995, blz. 385-410. D. Hirshleifer, Investor psychology and asset pricing, Journal of Finance, 2001, blz. 1533 -1597.

2 H. Shefrin, Behavioral corporate finance, Journal of Applied Corporate Finance, 2001, nr. 3, blz. 113 en verder.

Copyright © 2002 - 2003 Economisch Statistische Berichten (www.economie.nl)