



De bijzondere rendementsontwikkeling van smallcap-aandelen

Auteur(s):

Vissers, A.C.G.

Werker, B.J.M.

*De auteurs zijn respectievelijk alumni van en hoogleraar Financiering aan de Universiteit van Tilburg a.c.g.vissers@uvt.nl***Verschenen in:**

ESB, 89e jaargang, nr. 4434, pagina 256, 28 mei 2004

Rubriek:

beleggen

Trefwoord(en):

Smallcap-aandelen worden al langere tijd door het gros van de beleggers genegeerd. Toch blijken deze aandelen het tijdens perioden van economische groei uitzonderlijk goed te doen.

Beleggen wint de laatste tijd weer gestaag aan populariteit. Zo is de aex-index¹ sinds het dieptepunt van 220 punten in maart 2003 alweer met zo'n vijftig procent gestegen. Deze stijging is enorm te noemen, maar zij valt in het niet bij de recente koersontwikkeling van aandelen van de kleinere ondernemingen ('smallcaps'). Zo heeft bijvoorbeeld het Abn Amro Small Companies Netherlands Fund over dezelfde periode een stijging laten zien van bijna tachtig procent.

Ondanks deze premie op smallcap-aandelen in het afgelopen jaar, begeven nog steeds weinig particuliere beleggers zich op de markt voor smallcap-aandelen. De reden hiervoor ligt veelal in het feit dat zij onbekend zijn met deze aandelen. Echter, de recente koersontwikkeling van smallcap-aandelen toont aan dat deze beleggingscategorie volop kansen biedt op bovengemiddelde rendementen.

In dit artikel doen we onderzoek naar de ontwikkeling van de smallcap-premie over de tijd en gaan we in op de vraag of smallcap-aandelen nog steeds superieure rendementen behalen. We laten zien dat er gedurende de laatste drie decennia geen sprake meer is van een algehele smallcap-premie, maar dat voor perioden met economische groei een dergelijke premie wel gevonden kan worden.

Het smallfirm-effect

Uit wetenschappelijk onderzoek blijkt al langer dat smallcap-aandelen het gemiddeld genomen beter doen dan largecap-aandelen. In de literatuur staat dit fenomeen bekend als het 'kleine bedrijevencap-effect' ('smallfirm-effect'). De eerste onderzoeken waarin dit effect is gevonden, zijn afkomstig van Banz (1981) en Reinganum (1981). Banz laat in zijn onderzoek zien dat er in de periode van 1936 tot 1975 sprake was van een inverse relatie tussen de marktwaarde van ondernemingen en het gemiddelde rendement op de aandelen. Dit betekent dat op smallcap-aandelen gemiddeld genomen hogere rendementen werden behaald dan op largecap-aandelen. Reinganum toont in zijn studie aan dat voor de periode van 1963 tot 1977 een portfolio bestaande uit aandelen met de laagste marktwaarde een extra rendement van 21 procent op jaarbasis behaalde ten opzichte van een portfolio van aandelen met de hoogste marktwaarde.

Hogere bèta

Sinds de ontdekking van het smallfirm-effect is men op zoek naar een verklaring voor dit fenomeen. Een voor de hand liggende mogelijke verklaring is dat smallcap-aandelen een hogere bèta hebben (groter systematisch risico) waarvoor een bijbehorende risicopremie verkregen wordt. De bèta is de meest gangbare risicofactor en geeft de volatiliteit van een aandeel of portfolio ten opzichte van de markt weer. Deze factor is het middelpunt van het Capital Asset Pricing Model. Dit model stelt dat er sprake is van een lineaire relatie tussen het verwachte rendement op aandelen en het risico (gemeten via bèta). Kortom, een hogere bèta gaat gepaard met een hoger verwacht rendement. Al snel bleek dat de bèta-verklaring niet opging. Smallcap-aandelen hebben over het algemeen wel een hogere bèta en daarmee een groter marktrisico, maar het verschil in bèta tussen aandelen van kleine en grote ondernemingen is te klein om het verschil in rendement tussen smallcap- en largecap-aandelen te kunnen verklaren.

Transactiekosten

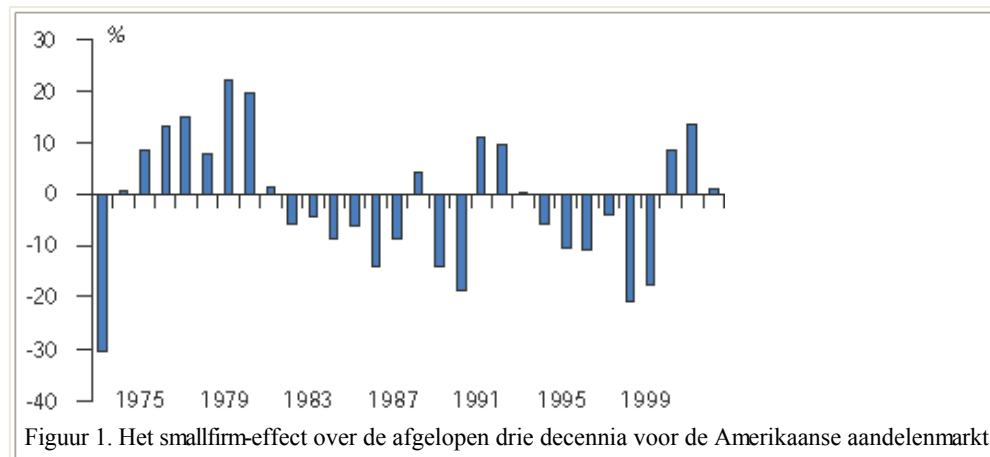
In de loop der jaren zijn vele andere verklaringen op basis van risico- en kostenoverwegingen onderzocht. Zo is onderzocht of transactiekosten een mogelijke verklaring vormen voor het smallfirm-effect (Stoll & Whaley, 1983). Transactiekosten zijn bij smallcap-aandelen duidelijk hoger dan bij largecap-aandelen. Bij een aankoop met toekomstige verkoop liggen de transactiekosten gemiddeld ruim vier procent hoger bij smallcap-aandelen ten opzichte van largecap-aandelen. De oorzaak hiervan ligt voornamelijk in het feit dat smallcap-aandelen relatief minder worden verhandeld, waardoor er sprake is van een groter verschil tussen de bied- en laatkoers. Verder blijken ook de commissiekosten gemiddeld hoger te zijn voor smallcap-aandelen. Echter, ook deze transactiekostenverklaring is onvoldoende om het hele verschil in rendementen tussen small- en largecap-aandelen te verklaren.

Het vele onderzoek naar potentiële verklaringen ten spijt is er nooit één sluitende verklaring voor het smallfirm-effect gevonden. Een aantal recente onderzoeken trekt zelfs het bestaan van een structureel smallfirm-effect weer in twijfel. Zo is recent aangetoond dat

smallcap-aandelen over de periode van 1984 tot 1997 gemiddeld lagere rendementen hebben behaald dan largecap-aandelen (Dimson & Marsh, 1999).

Het smallfirm-effect over de jaren

Om een eerste inzicht te krijgen in de ontwikkeling van de smallcap-premie over de tijd bezien we het jaarlijkse rendement van smallcap-aandelen ten opzichte van largecap-aandelen voor de periode van 1973 tot 2002 (zie [figuur 1](#)). Dit is grofweg de periode ná die in de eerste onderzoeken van Banz en Reinganum. Voor de prestatie van smallcap-aandelen wordt de S&P SmallCap 600 Index gebruikt. Verder wordt als benadering voor largecap-aandelen de Dow Jones Index gebruikt. Deze index is samengesteld uit de dertig leidende, en daarmee veelal de grootste ondernemingen, van de Verenigde Staten.



Opvallend in [figuur 1](#) is dat het rendementsverschil tussen small- en largecap-aandelen over de jaren erg variabel is. Er lijkt dan ook geen sprake te zijn van een structurele premie op smallcap-aandelen. Integendeel, in de meeste jaren is het rendementsverschil negatief. Dit betekent dat in deze jaren largecap-aandelen hogere rendementen hebben behaald dan smallcap-aandelen. Op grond hiervan kan ernstig worden getwijfeld aan het bestaan van een smallcap-premie in de periode na 1973.

Duidelijk is dat beleggers niet zonder meer kunnen beleggen in aandelen van kleine ondernemingen in de wetenschap dat deze consistent een hogere premie betalen. Er is namelijk geen sprake van een structureel smallfirm-effect over de tijd. Een interessante vraag is echter of er wel sprake is van een conjuncturele component van het smallfirm-effect.

Het conjuncturele smallfirm-effect

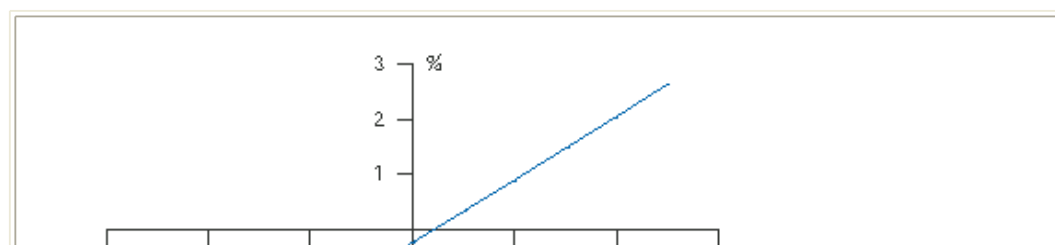
Het lijkt redelijk te veronderstellen dat de ontwikkeling van het smallfirm-effect over de tijd gerelateerd is aan de conjunctuurcyclus. Deze veronderstelling vindt haar oorsprong in een verschil in structurele karakteristieken tussen kleine en grote ondernemingen. Voor kleine ondernemingen geldt vaak dat ze minder financiële draagkracht hebben, lagere efficiëntie en grotere kasstroomproblemen dan grote ondernemingen (Chan & Chen, 1991). Hierdoor zijn smallcap-aandelen gevoeliger voor de conjuncturele ontwikkeling. Dit betekent dat smallcap-aandelen het relatief beter zouden moeten doen wanneer de economie groeit en slechter wanneer de economie krimpt.

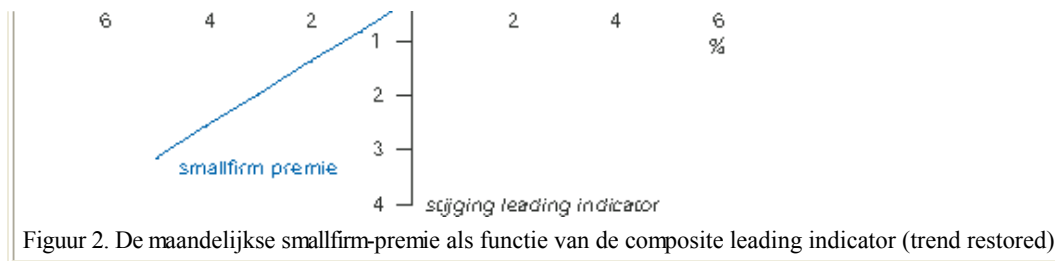
Economische graadmeters

Wij nemen de Composite Leading Indicator ('trend restored') als variabele voor de conjunctuurcyclus. Deze 'leading indicator' wordt iedere maand berekend door de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (oeso) op basis van een aantal economische graadmeters zoals het consumentensentiment en de wekelijkse werkloosheidsuitkeringen. Voor de financiële markten wordt het cijfer algemeen beschouwd als een goede indicatie voor de toekomstige economische activiteit op korte termijn. Neemt de leading indicator in een bepaalde maand toe, dan is er sprake van een periode van economische expansie. Neemt de indicator af, dan wordt er gesproken van een periode van economische contractie.

Deze leading indicator heeft dus een vooruitlopend (voorspellend) karakter met betrekking tot de economische activiteit. Dit is van belang omdat in een efficiënte markt verwachtingen omtrent de toekomstige economische groei (lees: economische activiteit) al in de huidige aandelenkoersen zijn verwerkt.

Een eenvoudige regressieanalyse levert een positieve waarde voor de gevoeligheid van het smallfirm-effect voor de conjunctuurcyclus (de leading indicator). De geschatte parameter van 0,58 is statistisch significant met 99 procent betrouwbaarheid. Dit bevestigt dat smallcap-aandelen in het recente verleden tijdens perioden van economische expansie beter hebben gepresteerd dan largecap-aandelen. Tegelijkertijd deden ze het slechter in perioden van economische contractie. De relatie tussen het smallfirm-effect en de conjunctuurcyclus is grafisch weergegeven in [figuur 2](#).





Figuur 2. De maandelijkse smallfirm-premie als functie van de composite leading indicator (trend restored)

Uit de grafiek blijkt dat een stijgende leading indicator leidt tot een toenemend smallfirm-effect. Om precies te zijn neemt het smallfirm-effect met 0,58 procent per maand toe als de leading indicator met één procent per maand stijgt. Op jaarbasis is dat een extra rendement van bijna zeven procent.

Conclusie

Over recente perioden is geen sprake meer van een significant structureel smallfirm-effect. Voor de lange termijn lijkt het dan ook niet interessant om zonder tussentijdse aanpassingen van de portefeuille een belegging in smallcap-aandelen aan te houden. Wel kan het interessant zijn om tijdens economische expansie in smallcap-aandelen te beleggen. Voor particuliere beleggers en fondsmanagers kunnen voorspellingen omtrent de economische groei dan ook een belangrijke indicatie zijn voor een positief smallfirm-effect. Dit heeft beleggers die sinds vorig jaar maart de leading indicator als indicatie hebben gebruikt bepaald geen windeieren gelegd.

Alex Vissers en Bas Werker

Literatuur

Banz, R.W. (1981) *The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks*. *Journal of Financial Economics*, 9, 3-18.

Chan, K.C. en N. Chen (1991) *Structural and Return Characteristics of Small and Large Firms*. *The Journal of Finance*, 46(4), 1467-1484.

Dimson, E. en P. Marsh (1999) *Murphy's Law and Market Anomalies*. *The Journal of Portfolio Management*, 25(2), 53-69.

Reinganum, M.R. (1981) *Misspecification of Capital Asset Pricing*. *Journal of Financial Economics*, 9, 19-46.

Stoll, H.R. en R.E. Whaley (1983) *Transaction Costs and the Small Firm Effect*. *Journal of Financial Economics*, 12, 57-79.

I De AEX-index is een graadmeter voor de Nederlandse aandelenbeurs en bestaat uit de 25 grootste aandelenfondsen.