



De Gouden Kans

Auteur(s):

Sundert, I.P. van
Leeuwen, I.W. van

De auteurs zijn verbonden aan het Limburg Institute of Financial Economics, Universiteit Maastricht.

Verschenen in:

ESB, 82e jaargang, nr. 4105, pagina 375, 7 mei 1997

Rubriek:

Uit de vakliteratuur

Trefwoord(en):

aandelenmarkten

Er wacht een Gouden Kans op elke belegger en wie hem grijpt zal zijn oudedag badend in weelde doorbrengen op Waikiki Beach in plaats van op een houtje bijtend in één of ander deprimerend oord. Dit is de belangrijkste boodschap van Robert Haugen in zijn boek *The new finance*¹. De verklaring voor het bestaan van de Gouden Kans ligt, volgens Haugen, in de inefficiëntie van aandelenmarkten. Dit is het essentiële verschil tussen Haugens 'nieuwe financiering' en de moderne financieringstheorie. Een van de belangrijke ideeën in de moderne financiering is juist dat aandelenkoersen altijd onmiddellijk en op correcte wijze reageren op nieuwe, relevante informatie. Wat Haugen van deze aanname vindt, mag blijken uit de naam die hij eraan geeft: het Waanidee.

Volgens Haugen reageren beleggers te sterk op prestaties van bedrijven in het verleden. Ze prijzen groei-aandelen - aandelen van bedrijven die in het verleden sterker dan gemiddeld gegroeid zijn en waarvan men daardoor verwacht dat ze tot in de verre toekomst sterker dan gemiddeld zullen groeien - te hoog. Waarde-aandelen daarentegen - aandelen van bedrijven die in het verleden minder dan gemiddeld gegroeid zijn - worden ondergewaardeerd. In werkelijkheid worden zowel goede als slechte bedrijven sneller 'gemiddeld' dan de markt beseft. Bij minder goede bedrijven kunnen organisaties en herstructureringen tot betere prestaties leiden, terwijl door toenemende concurrentie de winst van goed presterende bedrijven zal afnemen.

Haugen laat zien dat bedrijven die in het verleden goed gepresteerd hebben dat nog enkele jaren volhouden en vervolgens mindere resultaten laten zien. De bovengemiddelde resultaten in de eerste jaren worden door de beleggers verwacht en de koersen reageren dan ook niet op het positieve nieuws. De negatieve resultaten komen echter onverwacht en gaan daardoor gepaard met een koersdaling. Groei-aandelen leveren de investeerders, die ze tegen een opgeblazen prijs gekocht hebben, dan ook maar matige rendementen op. Het tegenovergestelde geldt voor waarde-aandelen: aangename verrassingen en hoge rendementen. Terwijl in de moderne financiering hoge rendementen samengaan met hoge risico's laat Haugen zien dat dit voor de groei- en waarde-aandelen niet opgaat. Waarde-aandelen leveren niet alleen het hoogste rendement op, ze brengen ook nog eens het minste risico met zich mee. Wie naar Waikiki Beach wil, belegt dus in waarde-aandelen.

Maar is Waikiki Beach niet de droom van iedere belegger? Zal de Gouden Kans niet vanzelf verdwijnen als iedereen voor waarde-aandelen kiest, waardoor de koersen omhoog gaan en als gevolg daarvan de rendementen omlaag? Volgens Haugen zal dit niet gebeuren, aangezien de aandelenmarkten gedomineerd worden door institutionele beleggers. Managers van dergelijke fondsen worden meestal beoordeeld over termijnen van drie tot vijfjaar door hun beleggingen te vergelijken met, bijvoorbeeld, de S en P-500 aandelenindex. De prestaties van de S en P-500 worden voornamelijk bepaald door groei-aandelen. Managers die het beter willen doen dan de index zullen dan hun groei-aandelen niet vervangen door waarde-aandelen. De Gouden Kans voor de belegger zal dus niet verdwijnen.

Haugen gaat niet alleen in op de gevolgen van de inefficiënties van de kapitaalmarkt voor beleggers, maar ook voor bedrijven. Want de theorie van de ondernemingsfinanciering is geheel geschreven in de context van het Waanidee. Haugen geeft weer hoe de principes van de ondernemingsfinanciering aangepast zouden moeten worden. Ten eerste de wijze waarop een bedrijf investeringsbeslissingen moet nemen. In de financieringstheorie wordt het verwachte rendement van een investeringsproject vergeleken met het door de aandeelhouders verwachte rendement op een aandeel van het bedrijf. In het gebruikte model gaat een hoog risico samen met een hoog rendement; een verband dat Haugen ontkent. Volgens hem kan het verwachte rendement van een investeringsproject beter vergeleken worden met het door het management verwachte rendement op het aandeel van de onderneming. Wanneer het management van mening is dat het eigen aandeel een betere investering is dan het project, is het in het belang van de aandeelhouders het project te laten schieten en in plaats daarvan eigen aandelen terug te kopen.

Haugen bespreekt eveneens de dividendpolitiek van een onderneming. Haugen beschouwt dividendpolitiek als de afweging tussen de uitkering van dividend aan aandeelhouders en de terugkoop van eigen aandelen. Volgens de traditionele theorie heeft de keuze die het management maakt geen invloed op de welvaart van de aandeelhouders. Voorwaarde hiervoor is een rationele en efficiënte markt. Bij ontbreken hiervan, stelt Haugen, kan dividendpolitiek de welvaart van aandeelhouders beïnvloeden. Immers, bij overwaardering van het aandeel door de markt is terugkoop van de eigen aandelen (tegen een te hoge prijs) niet in het belang van de aandeelhouders. De uitkering van dividend is dan een betere keus.

De Nieuwe Financiering is een vurig pleidooi voor de erkenning van de inefficiëntie van de markt. Haugen laat zien dat er een Gouden Kans ligt voor de individuele belegger en wijst op de gevolgen voor de principes van de ondernemingsfinanciering. Haugen legt zich er

echter bij neer dat het Waanidee niet zomaar zal verdwijnen. Zijn volgelingen wenst hij een goede reis naar het warme zand van Waikiki Beach

1 R.A. Haugen, *The new finance*, Prentice Hall, Englewood Clifff, New Jersey, 1995.

Copyright © 1997 - 2003 Economisch Statistische Berichten (www.economie.nl)