

Kleine bedrijven, hoge rendementen

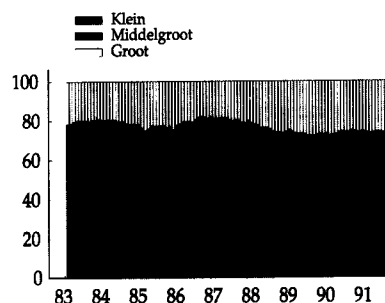
Kleine beursgenoteerde ondernemingen blijken doorgaans hogere rendementen te behalen dan grote en middelgrote ondernemingen. Dit rendementsverschil duidt niet zozeer op een risicopremie, als wel op een liquiditeitspremie.

Om de rendementsontwikkelingen van aandelenmarkten te volgen zijn vele (deel)indices voorhanden. Zo kan er onderscheid gemaakt worden tussen koers- en herbeleggingsindices, verschillende bedrijfstakindices, indices voor financiële en voor niet-financiële instellingen, en indices voor lokale, internationale en aan de parallelmarkt genoteerde ondernemingen.

Een onderscheid naar kapitalisatie wordt in Nederland niet gemaakt. Weliswaar zijn er aan de *parallelmarkt* voornamelijk kleinere ondernemingen genoteerd, representatief voor de kleine ondernemingen die aan de Nederlandse beurs genoteerd staan is de parallelmarktindex niet. Voor de *lokale markt* geldt iets dergelijks, hier zijn veel middelgrote ondernemingen genoteerd, hetgeen niet betekent dat de index voor lokale fondsen representatief is voor middelgrote ondernemingen.

In dit artikel worden drie deelindices naar kapitalisatie geconstrueerd, te weten een Small Companies Index (SCI), een Medium Companies Index

Figuur 1. Verdeling van het aantal noteringen over de drie deelindices^a



a. Alle beursnoteringen excl. beleggingsinstellingen en houdstermaatschappijen

(MCI) en een Large Companies Index (LCI). Deze drie indices zijn herbeleggingsindices.

Een argument voor een indeling naar kapitalisatie is het feit dat een indeling naar liquiditeit inhoudt. Liquiditeit is een belangrijk punt voor met name grotere beleggers. Hierbij dient aangetekend te worden dat een hoge kapitalisatie niet altijd een hoge liquiditeit hoeft te betekenen, doordat bij voorbeeld een groot deel van de aandelen in vaste handen kan zijn. Over het algemeen zal er echter wel een verband bestaan tussen kapitalisatie en liquiditeit.

Verder is het zo dat de *algemene index* bepaald wordt door een relatief klein aantal grote ondernemingen. Momenteel komt 90% van de totale beurskapitalisatie voor rekening van circa 15% van het aantal noteringen, 5% van het aantal noteringen staat voor 70% van de beurskapitalisatie¹. Hoe de rendementen van kleinere fondsen als groep zich ontwikkelen, is niet zichtbaar. Het vermoeden bestaat dat kleinere fondsen een hoger verwacht rendement kennen. In theorie zal tegenover de relatief geringe liquiditeit een hoger verwacht rendement moeten staan. Een geringe liquiditeit maakt het aandeel voor beleggers immers minder interessant. De prijs van minder liquide aandelen zal dus relatief laag moeten zijn. Buitenlandse studies wijzen uit dat er een verband bestaat tussen omvang en (voor risico gecorrigeerd) rendement².

Methodiek

Voor de berekening van de drie deelindices is van de CBS-methodiek uitgegaan, met dit verschil dat de CBS-herbeleggingsindex op dagbasis, en de drie deelindices op maandbasis bere-

kend worden. De drie deelindices naar kapitalisatie worden op de eerste dag van de maand bijgewerkt.

Volgens de CBS-methodiek wordt een herbeleggingsindex als volgt berekend. De beurskapitalisatie op t plus de uitkeringen op t worden gedeeld door de beurskapitalisatie op $t-1$. De uitkomst hiervan is de procentuele verandering van de herbeleggingsindex op t . De index op t is de index op $t-1$ maal 'één plus de procentuele verandering op t '.

Een vergelijkbare methode is bij dit onderzoek gevolgd. Per fonds is een rendement berekend. De rendementen zijn gewogen naar de kapitalisatie op $t-1$. De index op t is de index op $t-1$ maal de rendementsfactor. Beleggingsinstellingen en houdstermaatschappijen zijn buiten beschouwing gelaten. In formules:

$$\text{Rendement}_t = (\text{Koers}_t / \text{Koers}_{t-1}) - 1 + \text{Dividend}_t / \text{Koers}_{t-1}$$

Gewogen rendement =

$$= n \sum_{i=1}^n (K_i / K_b)_{t-1} * \text{Rendement}_t$$

n = aantal fondsen K_i = kapitalisatie van fonds i op tijdstip t K_b = beurskapitalisatie

$\text{Index}_t = \text{Index}_{t-1} * (1 + \text{Gewogen rendement}_t)$, waarbij ultimo 1983 = 100

De indeling van fondsen bij één van de drie deelindices gebeurt op maandbasis³. Voor berekening van de index op t wordt er geselecteerd naar de kapitalisatie op $t-1$. Hierbij wordt er van de volgende criteria uitgegaan:

SCI: fondsen met een kapitalisatie van maximaal 0,03% van de totale beurskapitalisatie (tot circa f 75 mln in 1993).

MCI: fondsen met een kapitalisatie van 0,03% tot 0,2% van de totale beurskapitalisatie (van circa f 75 mln tot circa f 500 mln in 1993).

1. Om dubbeltellingen te voorkomen zijn beleggingsinstellingen en houdstermaatschappijen buiten beschouwing gelaten.

2. Zie E. Dimson en P. Marsh, Investing in smaller companies, *Investment Management Review*, spring 1988; R.W. Banz, Return and firm size, *Journal of Financial Economics*, nr. 9, 1981, blz. 3-18.

3. De indices zijn padafhankelijk. Hierdoor kan het gekozen interval waarop de indices berekend worden, van invloed zijn op de uitkomst.

LCI: fondsen met een kapitalisatie groter dan 0,2% van de totale beurskapitalisatie (groter dan circa f 500 mln in 1993).

Er is gekozen voor een percentage als selectiecriteria, en niet voor een absoluut getal. Dit omdat een gulden van tien jaar geleden niet hetzelfde is als een gulden van vandaag. De totale beurskapitalisatie is in de onderzochte periode meer dan verdubbeld. Verder kunnen extreme koersschommelingen zoals de beurskrach van 1987 voor extra fondsen in de SCI zorgen, als van een absoluut getal als selectiecriteria uitgegaan wordt.

De gehanteerde selectiecriteria leiden tot een redelijke spreiding van de fondsen over de drie indices, zie figuur 1.

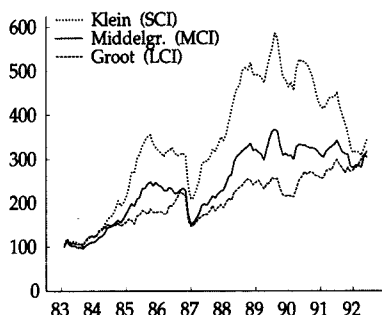
Resultaten

De rendementen per jaar kunnen uit tabel 1 afgelezen worden. Het rendement per jaar is als volgt berekend, $\text{rendement}_t = (\text{index}_t / \text{index}_{t-1}) - 1$, waarbij $t = \text{ultimo jaar}$.

Opvallend is dat als de totale markt stijgt, er in de jaren voor 1991 steeds sprake is van een bovengemiddeld rendement van de SCI. In 1991 en 1992 is dit niet meer het geval. De totale markt stijgt, terwijl de SCI in die twee jaar zo'n 33% daalt. In deze jaren is het grootste deel van de voorgrond die de SCI had op de LCI teniet gedaan, zie figuur 2.

De SCI laat over de totale periode een rendement zien dat altijd nog hoger is dan dat van de LCI. De LCI kent over de totale periode een rendement van 12,7% op jaarbasis, tegen 14,1% voor de SCI. Deze rendementen zijn volgens het principe van samengestelde interest berekend.

Figuur 2. Herbeleggingsindices voor kleine, middelgrote en grote ondernemingen, 1983 = 100



Tabel 1. Rendementen per jaar voor kleine, middelgrote en grote beursfondsen, in procenten^a

Jaar	Klein (SCI)	Middelgroot (MCI)	Groot (LCI)	Totaal
1984	25,2	14,5	25,0	24,6
1985	88,3	62,9	30,8	32,6
1986	32,9	28,1	9,8	10,9
1987	-32,3	-35,1	-16,8	-18,2
1988	68,0	57,1	34,5	36,2
1989	38,0	29,7	25,6	26,0
1990	-3,4	-2,3	-14,6	-13,8
1991	-12,7	-1,3	19,8	18,1
1992	-23,5	-6,1	8,9	9,7
1993 ^b	8,1	10,8	8,2	8,4

a. Er is gebruik gemaakt van gegevens van Datastream. Deze gegevens zijn voor aandensplitsingen, herkapitalisaties et cetera gecorrigeerd.

b. Het rendement over de eerste vier maanden van 1993.

Historisch rendement zegt echter niet zoveel als niet bekend is welk risico gelopen is. Daartoe is per index een bèta factor (β) berekend⁴. Een bèta factor is een risicomatstaf welke de schommelingen van het rendement weergeeft. Binnen het Capital Asset Pricing Model, een nadere uitwerking van de Moderne Portefeuille Theorie (Markowitz, 1952), geeft de bèta factor (β) aan hoe de rendementschommelingen van een belegging zich verhouden tot de rendementschommelingen van de markt als geheel. Een bèta groter dan één wil zeggen dat de schommelingen sterker zijn dan die van de markt, een bèta kleiner dan één wil zeggen dat de schommelingen minder sterk zijn dan die van de markt. In een opgaande markt betekent een hogere bèta een hoger verwacht rendement.

$$\beta_{SCI} = 0,80$$

$$\beta_{MCI} = 0,84$$

$$\beta_{LCI} = 1,01$$

Het hogere rendement van kleine ondernemingen is niet te verklaren vanuit een hoger risico, althans niet vanuit een hogere bèta. Een alternatieve verklaring zou een afwijkende bedrijfstakverdeling van de SCI ten opzichte van de LCI kunnen zijn. Als de SCI voor bedrijfstakverdeling gecorrigeerd wordt, blijft het verloop echter ongeveer hetzelfde.

Liquiditeitspremie

Terugkomend op het genoemde risico, de bèta, iets over liquiditeit. Een lage liquiditeit houdt ook een risico in, namelijk dat men niet op ieder moment kan kopen of verkopen zonder de prijs (sterk) te beïnvloeden.

Nu werpt zich de vraag op of de bèta aan dit risico voorbij gaat, hetgeen het geval lijkt te zijn als men naar de cijfers kijkt, of dat dit risico onderdeel van de bèta is. Ter beantwoording van deze vraag de volgende theoretische overweging.

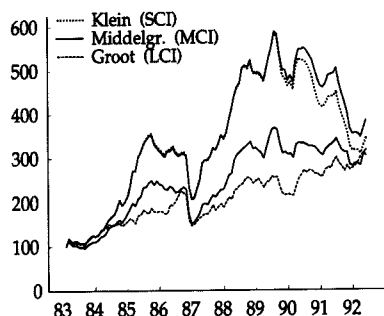
Een relatief geringe liquiditeit kan tot extra prijschommelingen leiden wanneer relatief grote aan- of verkooporders genoteerd worden. Deze prijschommelingen leiden tot een hogere bèta als de richting dezelfde is als de richting van de totale markt. De bèta kan echter ook lager uitvallen doordat een relatief grote marktpartij tegen de algemene marktontwikkeling in koopt of verkoopt. Aangezien een geringe liquiditeit dus net zo goed tot een lagere als tot een hogere bèta kan leiden, is het niet aannemelijk dat het liquiditeitsrisico onderdeel van de bèta is. Naast de bèta kan er dus sprake zijn van een liquiditeitspremie ter verklaring van (een deel van) het rendement.

Nu is hiermee niet het laatste woord gezegd over het gevonden verband tussen kapitalisatie en rendement. Alternatieve (deel)verklaringen zijn mogelijk. Arbel en Strebel (1983) denken dat het gevonden verband wijst op een 'neglect effect'⁵. Aandelen waaraan door analisten relatief weinig aandacht besteed wordt, kennen een hoger rendement dan aande-

4. $\beta = \text{COV}(R_i, R_m) / \text{VAR}(R_m)$, COV = Covariantie, VAR = Variantie, R_i = Rendement van belegging i , R_m = Rendement van de markt. Voor het rendement van de markt is van de totale Nederlandse aandelenmarkt uitgegaan.

5. A. Arbel en F. Strebel, Pay attention to neglected firms, *The Journal of Portfolio Management*, winter 1983, blz. 41.

Figuur 3. Herbeleggingsindices, excl. SCI-déconfitures in 1991 en '92



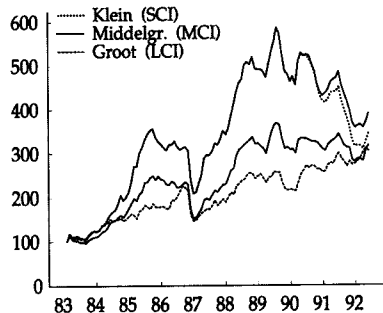
len waaraan veel aandacht besteed wordt. De extra aandacht zorgt ervoor dat de prijzen op een relatief hoog niveau liggen, waardoor het rendement relatief laag is.

Klein en Bawa (1977) zoeken ook een verklaring op het gebied van informatie⁶. Volgens Klein en Bawa zijn beleggers geneigd effecten waarover onvoldoende informatie bestaat, links te laten liggen. Dit vanwege het feit dat onvoldoende informatie de kans op een verkeerde inschatting van de toekomstige resultaten toe doet nemen. Er bestaat met andere woorden onzekerheid over de echte parameters van de rendementsverdeling. Binnen deze verklaring wordt er van uitgegaan dat er over kleinere bedrijven minder informatie beschikbaar is dan over grotere bedrijven.

Deze verklaringen sluiten het bestaan van een liquiditeitspremie niet uit. Het feit dat men onvoldoende geïnformeerd is, kan zowel in het voor- als in het nadeel van een belegger uitpakken. Wanneer goed nieuws niet bekend is, werkt dit in het voordeel van de belegger. Het aandeel is dan ondergewaardeerd. Vroeg of laat komt het goede nieuws naar buiten, en zal alsnog in de prijs worden verwerkt. Omgekeerd valt onvoldoende informatie in het nadeel van een belegger uit, wanneer slecht nieuws niet bekend is.

Aannemende dat de kansen op een voor- of nadeel even groot zijn, en in een gespreide portefeuille tegen elkaar wegvallen, zou het betrekkelijk eenvoudig zijn om een bovengemiddeld rendement te behalen door te beleggen in kleinere fondsen. In de praktijk echter stuiten veel beleggers, met name de grotere beleggers, op het probleem dat een portefeuille van kleinere fondsen moeilijk op te bouwen is doordat kleinere fondsen over het algemeen weinig liquide zijn.

Figuur 4. Herbeleggingsindices, excl. SCI-toetreders na 1 jan. 1991



Een nadere analyse

Al met al lijkt het in de inleiding geuite vermoeden, dat er iets als een liquiditeitspremie bestaat, juist te zijn. De onderbouwing van het idee van een liquiditeitspremie wordt echter door de uitkomsten voor 1991 en 1992 gecompliceerd. Kennelijk heeft zich in deze jaren, gezien de ontwikkeling van de SCI, een buitengewone ontwikkeling voorgedaan voor wat de koersbeïnvloedende factoren betreft.

Koersbeïnvloedende factoren zijn te herleiden tot twee factoren. Een koers is de verwachte toekomstige kasstroom contant gemaakt tegen de rendementseis van de belegger. Deze rendementseis is de risicovrije rentevoet plus een risicopremie. Als de buitengewone ontwikkeling van de SCI verklaart moet worden, dan is dat uit een buitengewone renteontwikkeling en/of uit een buitengewone kasstroom-ontwikkeling.

Zo'n buitengewone ontwikkeling heeft zich op het rentefront voorgedaan. De rente in Duitsland, en daarmee in Nederland, heeft de laatste jaren op een relatief hoog niveau gestaan, terwijl de Amerikaanse rente naar een zeer laag niveau gezakt is. Dit betekent dat beleggen in aandelen voor Amerikaanse beleggers interessanter geworden is, terwijl het voor Nederlandse beleggers juist aantrekkelijk was om hun geld op deposito te zetten. De hoogte van de Nederlandse rente kan een verklaring zijn voor de daling van de SCI. Dat de LCI niet gedaald is, kan binnen deze verklaring te danken zijn aan de toegenomen belangstelling voor aandelenbeleggingen in Amerika. Hierbij is er van uitgegaan dat Amerikaanse beleggers internationaal beleggen, en over het algemeen alleen belangstelling tonen voor de grote Nederlandse

fondsen. Redenen hiervoor kunnen liquiditeit en een internationale notering zijn.

Naast een verklaring in de rentesfeer kan er ook een verklaring in de kasstroomontwikkeling gezocht worden. Voorzichtigheid is hierbij geboden omdat een verslechtering van de kasstroom van de bedrijven in de SCI op zich nog niets zegt over het geslonken verschil tussen de SCI en de LCI. Dit is pas het geval wanneer men weet dat de verslechtering van de resultaten van de bedrijven in de SCI sterker was dan die van de bedrijven in de LCI. Een grondige analyse hiervan valt buiten dit onderzoek. Hier zal volstaan worden met een poging de achteruitgang van de SCI wat inzichtelijker te maken.

Hiertoe twee exercities. In de eerste plaats is er gekeken in hoeverre een klein aantal verliezers uit de SCI een drukkend effect op de SCI heeft gehad. Een viertal déconfitures zijn bij de herrekening buiten beschouwing gelaten.

In de tweede plaats wordt er gekeken in hoeverre toetreders tot de SCI een drukkend effect op de SCI gehad hebben. Het is denkbaar dat ten tijde van de verslechterende conjunctuur relatief veel 'verliezers' uit de MCI tot de SCI toetreden. De kleinere bedrijven uit de MCI zijn op het moment van toetreding de grotere bedrijven in de SCI, en wegen relatief zwaar in de SCI mee. Om een dergelijk effect te meten is de SCI herrekend waarbij de toetreders na 1 januari 1991 buiten beschouwing gelaten zijn.

De resultaten van deze twee exercities zijn af te lezen uit figuren 3 en 4. In beide figuren is de bovenste lijn de gecorrigeerde SCI.

Als de grootste vier verliezers buiten beschouwing gelaten worden, houdt dat een verbetering van het rendement van de SCI in van 14,1% naar 15,7%. De SCI exclusief toetreders na 1 januari 1991 kent een rendement van 15,5%. Beide correcties bij elkaar opgeteld brengen de SCI op een rendement van 17,4%.

6. R. Klein en V. Bawa, The effect of limited information and estimation risk on optimal portfolio diversification, *Journal of Financial Economics*, nr. 5, 1977, blz. 102.

