



## Oogverblindend

**Auteur(s):**

Steenbeek, O.W.

*De auteur is als universitair docent verbonden aan de vakgroep Financiering en Belegging van de Erasmus Universiteit Rotterdam.*

**Verschenen in:**

ESB, 81e jaargang, nr. 4045, pagina 143, 14 februari 1996

**Rubriek:**

Uit de vakliteratuur

**Trefwoord(en):**

beleggen, uit, de, vakliteratuur

**Beleggers en wetenschappers zijn voortdurend op zoek naar onvolkomenheden in financiële markten. De belegger hoopt op extra rendement, de wetenschapper op stof voor een artikel dat vervolgens naar roem en glorie leidt. Centraal in dergelijke onderzoeken staan de zogenaamde *value stocks* en *glamour stocks*. Value stocks, of ook wel waarde-aandelen, zijn relatief goedkoop ten opzichte van de winstcijfers, boekwaarde, de dividenden, of ten opzichte van de aandeleprijs in het recente verleden. Glamour stocks, glans-aandelen, zijn juist relatief duur. Het blijkt dat een portefeuille die is samengesteld uit waarde-aandelen een beter rendement oplevert dan het markt-gemiddelde, terwijl voor een portefeuille met glans-aandelen het tegendeel geldt.**

De wetenschap is verdeeld over de verklaring van dit fenomeen. De eerste groep wetenschappers beweert dat de resultaten zijn toe te schrijven aan ongeoorloofde voorselectie van de gebruikte gegevens. Een dergelijke schifting van de steekproef leidt tot sterkere resultaten. Het aandeel Fokker zou bijvoorbeeld een waarde-aandeel kunnen zijn, maar er zijn redenen om het toch niet in de portefeuille op te nemen.

De tweede groep beweert dat het verschil in opbrengst tussen waarde- en glans-aandelen te maken heeft met verschillen in risico. Waarde-aandelen zouden risicovoller zijn en daarom eisen beleggers een extra risicopremie.

De derde groep tenslotte plaatst een vraagteken bij de winstperceptie van beleggers. Deze wetenschappers geloven dat winstcijfers de beleggers systematisch verrassen. Beleggers zouden te veel waarde hechten aan de recente staat van dienst van ondernemingen. Waarde-aandelen leveren hogere rendementen op, omdat de markt zich heel traag realiseert dat de winstgroei hoger is dan verwacht. Voor glans-aandelen valt de winstgroei tegen.

In een recent paper wordt een nieuwe poging gewaagd de oorzaak van deze schijnbare markt- onvolkomenheden op te sporen <sup>1</sup>. De auteurs - de financieel-economen La Porta, Lakonishok, Shleifer en Vishny - behoren tot de laatste groep. Voor de periode 1971-1992 analyseren zij de situatie zoals die in juni van elk jaar geldt, en stellen voor elk jaar aandelenportefeuilles samen op basis van de ratio tussen de marktwaarde (de aandeleprijs) en drie andere maatstaven voor de waarde van de onderneming: de boekwaarde, de netto kasontvangsten en de jaarlijkse omzetcijfers. De aandelen worden gesorteerd en over tien portefeuilles verdeeld. De portefeuille met waarde-aandelen bestaat uit de tien procent van de aandelen met de laagste ratio tussen de marktwaarde en een van de andere drie waarde-maatstaven; de portefeuille met de glans-aandelen bestaat uit de tien procent van de aandelen met de hoogste ratio tussen de marktwaarde en een van de andere waarde-maatstaven.

Er worden vervolgens twee rendementscijfers berekend: een jaarlijks rendement nadat de portefeuille is samengesteld en een rendement rond de datum waarop kwartaalcijfers van de onderneming openbaar worden gemaakt (het zg. 'event'-rendement). De empirische resultaten geven aan dat het jaarlijkse rendement op waarde-aandelen ruim 12% hoger ligt dan het jaarlijkse rendement op glans-aandelen. Als je alleen aandelen koopt op de dag voor de publicatie van de kwartaalcijfers om ze de dag erna weer te verkopen - het 'event'-rendement - loop je met glans-aandelen in plaats van waarde-aandelen jaarlijks zo'n drie procent rendement mis.

In het tweede gedeelte van hun test vergelijken de auteurs event-rendementen met de rendementen op andere dagen van het jaar. Zij onderzoeken de bovengenoemde verklaring dat een risicopremie ten grondslag ligt aan de verschillen in rendementen tussen waarde-aandelen en glans-aandelen, en stellen dat de onzekerheid rond nieuwe kwartaalcijfers voor alle aandelen zou moeten leiden tot een hogere risicopremie en dus een relatief lagere prijs vlak voor de publicatie van de gegevens. Na de publicatie van de cijfers zou deze onzekerheid en daarmee de premie wegvallen, hetgeen onmiddellijk vertaald wordt in een stijgende koers en daarmee een hoger event-rendement dan het jaarlijkse gemiddelde. Uit de empirische resultaten blijkt dat in het geval van de waarde-aandelen het event-rendement inderdaad hoger is, hetgeen verklaard kan worden uit een hogere risicopremie, uit meevallende winstcijfers of uit een combinatie van beide. In het geval van glans-aandelen is dit echter niet het geval: event-rendementen zijn significant lager dan het jaarlijks gemiddelde. Dit wijst erop dat een eventuele extra risicopremie meer dan volledig teniet wordt gedaan door tegenvallende winstcijfers. De auteurs tonen hiermee aan dat niet een extra risicopremie, maar verkeerde verwachtingen omtrent de kwartaalcijfers de dominante factor zijn in de verrassende koersbewegingen van de glans-aandelen. Voor de waarde-aandelen kan men nog volhouden dat de markt efficiënt werkt, maar voor glans-aandelen niet.

Recent onderzoek toont wederom aan dat beleggers hun verwachtingen over ondernemingen maar zeer traag bijstellen en als gevolg daarvan regelmatig verrast worden door de feiten. Met name door glans-aandelen laten beleggers zich gemakkelijk verblinden. Hier werkt de markt niet efficiënt. Goed nieuws voor actieve beleggers

---

1 R. La Porta, J. Lakonishok, A. Shleifer en R.W. Vishny, Good news for value stocks: further evidence on market efficiency, *NBER Working Paper*, nr. 5311, 1995.

Copyright © 1996 - 2003 Economisch Statistische Berichten ([www.economie.nl](http://www.economie.nl))