

Wanneer beleggers ook andere dan financiële criteria meenemen in hun beleggingsbeslissing, bijvoorbeeld mens en milieu, dan zijn zij maatschappelijk verantwoorde beleggers. Het proefschrift gaat over beleggen in een specifiek type maatschappelijk verantwoorde belegging: microfinanciering, ofwel het verlenen van financiële diensten aan arme mensen, veelal in ontwikkelingslanden. Microfinanciering omvat alle gebruikelijke vormen van financiële dienstverlening die we in ontwikkelde landen ook kennen, maar het is vooral beroemd geworden door mikrokrediet: het verschaffen van kleine leningen aan arme mensen in ontwikkelingslanden.

Het proefschrift draagt bij aan de discussie over commercialisering van microfinanciering vanuit het perspectief van de belegger: in hoeverre is deze vorm van financiering interessant voor beleggers, wat zijn de risico's en in hoeverre is er een afruil tussen rendement, risico en armoedebestrijding?

Gecommercialiseerde microfinancieringsinstellingen wenden zich tot de markt voor het aantrekken van kapitaal. De vraag of beleggers dienen te investeren in microfinanciering is gerelateerd aan de bredere vraag of de belegging maatschappelijk verantwoord dient te zijn. Een mogelijk nadeel van maatschappelijk verantwoord beleggen is dat het extra vraag creëert naar maatschappelijk verantwoorde aandelen, wat ervoor zorgt dat deze aandelen overgewaardeerd worden. Het Fama-French-prijmodel dat wordt gebruikt houdt echter rekening met overgewaardeerde aandelen, zodat maatschappelijk verantwoorde aandelen in zo'n model geen significante, risicogecorrigeerde rendementen opleveren.

Beleggen in microfinanciering is mogelijkwerwijs een goed alternatief voor andere investeringen in opkomende markten. Door de integratie van internationale kapitaalmarkten zijn investeringen in opkomende markten steeds sterker gecorreleerd met investeringen in ontwikkelde markten en bieden daardoor steeds minder mogelijkheden voor diversificatie. De klanten van microfinancieringsinstellingen opereren in informele markten, die wellicht minder gevoelig zijn voor macro-economische cycli. Daarom wordt in het proefschrift nagegaan of een belegging in microfinanciering de diversificatiemogelijkheden van investeerders vergroot. Op basis van een internationale set van microfinancieringsinstellingen blijkt dat het toevoegen van microfinanciering aan een portefeuille van internationale waardepapieren leidt tot een significante verbetering van de diversificatiemogelijkheden van investeerders. Dit is met name het geval wanneer het investeringen betreft in banken en microfinancieringsinstellingen uit Latijns-Amerika, dat de meest gecommercialiseerde microfinancieringsindustrie heeft. Non-



Galema, R.J. (2011) *Microfinance as a socially responsible investment*. Enschede: Ipskamp Drukkers.

gouvernementele instellingen en instellingen die in Afrika opereren bieden geen diversificatievoordelen. Maar een maatschappelijk verantwoorde belegger is niet alleen geïnteresseerd in diversificatiemogelijkheden. Daarom wordt vervolgens gekeken hoe maatschappelijk verantwoorde beleggers in microfinanciering de afruil kunnen maken tussen rendement, risico en armoedebestrijding. Het toevoegen van armoedebestrijding aan de afruil tussen rendement en risico maakt het mogelijk om de prijs van armoedebestrijding te bepalen. De prijs van extra armoedebestrijding blijkt in termen van minder rendement en meer risico relatief laag te zijn voor een gemiddeld niveau van armoedebestrijding, maar wordt relatief een

stuk hoger wanneer beleggers alleen instellingen in hun portefeuille willen hebben die de allerarmsten bereiken. Microfinancieringsinstellingen staan bloot aan vele risico's die hun overlevingskansen op lange termijn beïnvloeden. In het laatste deel van het proefschrift wordt verklaard waarom sommige instellingen risicovoller zijn dan andere. Eerst wordt onderzocht of microfinancieringsinstellingen met machtige leiders meer risico's nemen. Het blijkt dat vooral machtige CEO's van non-gouvernementele organisaties variabiliteit van het rendement van organisaties verhogen. Deze extra variabiliteit lijkt vooral te komen doordat non-gouvernementele organisaties met machtige CEO's het slechter doen dan verwacht. De conclusie is dan ook dat in een goede bestuursstructuur de CEO van een non-gouvernementele organisatie niet te veel macht moet krijgen. Ten slotte wordt de focus verlegd naar externe risico's en wordt gekeken hoe de institutionele omgeving de risico's van microfinanciering beïnvloedt. Vooral in ontwikkelingslanden zijn de incasso-instituten erg zwak. In ontwikkelde landen duurt het meestal minder dan een jaar om insolventie op te lossen, terwijl het in ontwikkelingslanden vaak meer dan vijf jaar duurt om dit op te lossen. Daarom wordt gepostuleerd dat microfinancieringsorganisaties een competitief voordeel hebben ten opzichte van reguliere banken, wanneer instituten zwak zijn. Bij microfinanciering wordt geen gebruik gemaakt van onderpand, zodat het bekrachtigen van contracten via het rechtssysteem voor de organisaties minder belangrijk is. Een grotere en meer diverse markt voor microfinanciering betekent meer diversificatiemogelijkheden voor de leenportefeuille van microfinancieringsorganisaties. Er wordt dan ook geconcludeerd dat risico's van microfinanciering lager zijn in landen met zwakke instituten voor incassoprocedures.

RIENTS GALEMA

Postdoc aan de Rijksuniversiteit Groningen