



De praktijk van investeringstheorie

Auteur(s):

D. Brounen, A. de Jong en C.G. Koedijk

*De auteurs zijn respectievelijk als universitair hoofddocent, universitair hoofddocent en hoogleraar financieel management verbonden aan de RSM Erasmus University. dbrounen@rsm.nl***Verschenen in:**

ESB, 90e jaargang, nr. 4463, pagina 268, 17 juni 2005

Rubriek:

financiering

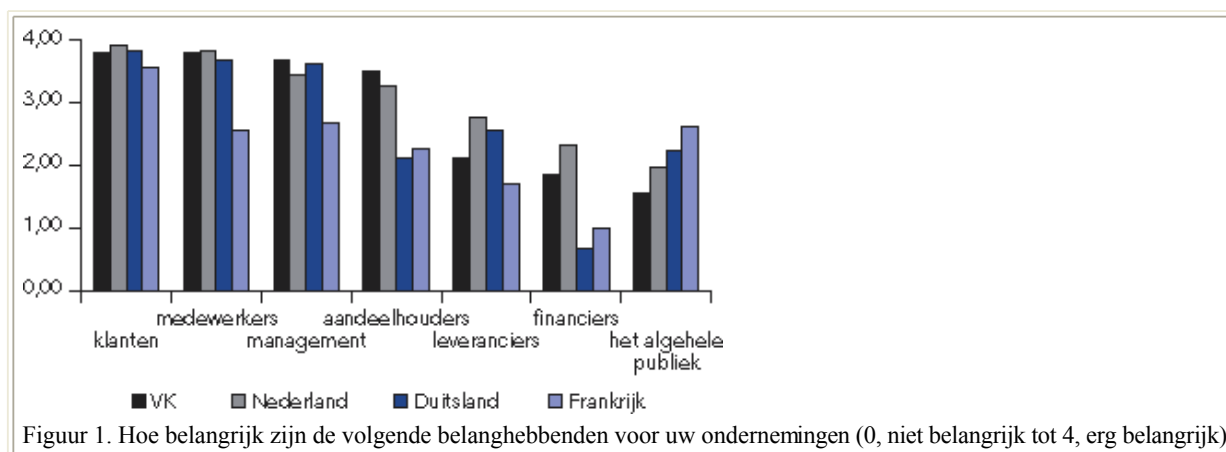
Trefwoord(en):*Uit een studie onder 313 Europese financieel directeuren blijkt dat verschillen in de corporate governance-cultuur tussen landen een grote rol spelen in de investeringsselectie van bedrijven. Ook bestaan verschillen tussen grote en kleine ondernemingen. Niet alle investeringsbeslissingen blijken even 'rationeel' te zijn.*

De groei van een economie wordt in belangrijke mate gedreven door de bestedingen van ondernemingen. Deze bedrijfsinvesteringen zijn volgens Tobin (1978) gerelateerd aan de overheidspolitiek en economische ontwikkeling van een land. Monetair beleid van overheden poogt via investeringsgedrag van ondernemingen de groei van de economie te beïnvloeden. Deze transmissiemechanismen veronderstellen dat investeringsselectie rationeel en voorspelbaar is. De afgelopen decennia zijn rationele modellen geformuleerd aan de hand waarvan investeringsselectie door een onderneming kan worden geoptimaliseerd. Concepten zoals het Capital Asset Pricing Model (CAPM) en netto contante waarde behoren al vele jaren tot de tekstboekenwijsheid. Wij stellen hier de vraag wat de waarde van deze investeringstheorieën in de praktijk is. Deze vraag is relevant om de micro-economische investeringstheorie op waarde te kunnen schatten. Tevens is de vraag van belang voor een inschatting van de effecten van overheidspolitiek.

Om een brug tussen theorie en praktijk te slaan, ondervragen wij 313 financieel directeuren uit het Verenigd Koninkrijk (VK), Nederland, Duitsland en Frankrijk over hun dagelijkse manier van werken. Tevens kijken we naar de effecten van corporate governance op deze bedrijfsvoering. Recent onderzoek op het gebied van corporate governance en ondernemingsfinanciering benadrukt de fundamentele verschillen die ontstaan bij een vergelijking van de Amerikaanse en Europese financiële markten. La Porta et al. (1997) benadrukken in dat kader de grote diversiteit in juridische stelsels en de impact van deze verschillen op de ontwikkeling van de financiële markten en ondernemingen op beide continenten. Rajan en Zingales (2003) bespreken de structurele verschillen tussen de financiële systemen, waarbij Europa wordt gekenschetst als institutioneel intensief, terwijl de Amerikaanse financiële markt meer marktgedreven functioneert. Tot slot bestaat er nog een steeds groter wordende stroom aan corporate governance-literatuur waarin nationale verschillen een hoofdrol spelen. Al deze literatuur claimt grote institutionele verschillen tussen de nationale financiële markten en als gevolg daarvan grote verschillen tussen de ondernemingen. Wij bestuderen in hoeverre deze institutionele verschillen zich doorvertalen naar de individuele participant; de ondernemingen in de vier onderzochte Europese landen.

Corporate Governance

Onze eerste categorie vragen heeft betrekking op het corporate governance-beleid van de bedrijven in onze steekproef. Als eerste is onderzocht welke belanghebbenden binnen een bedrijf als belangrijk worden beschouwd. [figuur 1](#)



De resultaten tonen duidelijk dat in Europa klanten als meest belangrijke belanghebbende worden beschouwd. Ook medewerkers en het management zelf scoren hoog. Maar buiten deze drie categorieën bevinden zich de meest fascinerende uitkomsten. Zo blijken aandeelhouders van groot belang voor de Britse en Nederlandse bedrijven, terwijl de Duitse en Franse bedrijven uit onze steekproef meer belang hechten aan het algehele publiek. Ook overige financiers genieten een lage prioriteit onder de Duitse en Franse

ondernemers. Deze resultaten ondersteunen het relatief grote belang van kapitaalmarkten in Angelsaksische landen en tevens in Nederland.

Investeringsselectie

Een tweede categorie vragen uit ons onderzoek heeft betrekking op de selectie van investeringen. Hoe komen bedrijven tot een besluit wanneer er geïnvesteerd dient te worden? Deze centrale vraag voor ondernemers heeft menig wetenschapper in het verleden geïnspireerd tot het formuleren van eenduidige criteria, uiteenlopend van de klassieke prijs-winst-verhouding tot meer geavanceerde criteria als reële opties. In navolging van eerder onderzoek van Graham en Harvey (2001) onder 397 Amerikaanse financieel directeurs hebben wij onze Europese respondenten een lijst met investeringscriteria voorgelegd en gevraagd in hoeverre zij gebruikmaken van elk criterium (zie [tabel 1](#)). Duidelijk is dat er op nationaal niveau enorme verschillen bestaan in de manier waarop financieel directeurs hun oordeel over investeringsprojecten vormen.

Tabel 1: Investeringsbeslissingen en de kostenvoet

	Nederland	VK	Frankrijk	Duitsland
welke technieken gebruikt u bij de selectie van nieuwe projecten of acquisities? (0, nooit tot 4, altijd)				
interne rentevoet (irr)	2,36	2,31	2,27	2,15
	2,80	2,15	2,88	3,08
	2,94	2,40	2,42	2,52
nette contante waarde (ncw of npv)	2,76	2,32	1,86	2,26
	3,70	3,56	3,25	3,64
	2,39	2,57	2,86	2,18
terugbetaalperiode	2,53	2,77	2,46	2,29
	2,40	2,75	2,13	2,08
	2,57	2,63	2,38	2,33
hoe bepaalt u de kostenvoet van eigen vermogen voor uw onderneming? (0, nooit tot 4, altijd)				
met het Capital Asset Pricing Model (CAPM, beta)	2,37	2,06	1,90	1,36
	3,33	2,63	3,33	2,83
	2,32	2,19	2,40	1,19
met historisch gemiddelde rendementen op aandelen	1,42	1,47	1,30	1,06
	0,88	2,50	0,83	0,27
	1,52	1,54	1,18	1,21
wat onze investeerders melden dat zij eisen	1,86	1,19	1,66	1,98
	1,10	0,17	1,33	1,82
	2,26	1,13	2,00	2,15

a. In het lichtblauw de gemiddelde score voor grote ondernemingen (omzet boven 1 miljard euro) en in het grijs de gemiddelde score voor ondernemingen die aandeelhouderswaarde maximaliseren (score 3 of 4 in figuur 1).

De Nederlandse financieel directeurs uit ons onderzoek maken meestal gebruik van de netto contante waarde. Wel opvallend is dat het interne rendement minder in trek is dan het terugverdiencriterium. Zowel de Franse, Duitse als Britse respondenten in ons onderzoek geven de voorkeur aan de terugverdiencriterium boven de verdisconteringinstrumenten, hetgeen in strijd is met de theorie. Onderzoek van Graham en Harvey (2001) uit de Verenigde Staten laat een ander beeld zien.

De populariteit van het terugverdiencriterium is in elk land het laagst onder de grootste bedrijven. Ook het corporate governance-beleid is terug te lezen in onze investeringsselectie-resultaten. Zo blijkt uit ons onderzoek dat in alle vier de Europese landen bedrijven met een sterke focus op aandeelhouderswaarde vaker gebruikmaken van het interne rendement en minder van de terugverdiencriterium. Hier blijkt corporate governance en in het bijzonder het streven naar het maximaliseren van aandeelhouderswaarde van directe invloed te zijn op de selectie van investeringen.

De kostenvoet

De gebruikers van de netto contante waarde of het interne rendement verdisconteren hun toekomstige kasstromen om tot een oordeel over hun investeringsbeleid te komen. Een cruciaal ingrediënt bij dergelijke berekeningen is de kostenvoet waarmee toekomst en heden aan elkaar worden verbonden. Deze kostenvoet kan op velerlei wijzen worden geformuleerd. Zo maken sommige bedrijven gebruik van een historisch gemiddeld rendement op hun aandelen, terwijl andere ondernemingen het theoretisch meer verantwoorde CAPM gebruiken om op basis van hun bedrijfsrisico een passende kostenvoet te schatten. Ook in deze praktijk blijkt een grote variatie te bestaan. Om deze verschillen in kaart te brengen, hebben wij de respondenten die bovengenoemde methoden gebruiken, gevraagd op welke wijze zij hun kostenvoet schatten (zie de onderste helft van tabel 1).

Buiten Duitsland voert het CAPM de boventoon onder financieel directeurs. Wat opvalt is dat Duitse financieel directeurs zich sterk laten leiden door de verwachtingen en wensen van hun investeerders, terwijl zij qua corporate governance-beleid laag scoren op dit front. Kleine bedrijven die geen beursnotering hebben, kunnen zichzelf niet rechtstreeks aan de beurs spiegelen en zouden slechts op basis van gegevens van beursgenoteerde branchegeenoten het CAPM kunnen aanwenden. In de praktijk gebeurt dit blijkbaar zelden. Kleine private ondernemingen laten zich meer leiden door hun investeerders en hun prestaties uit het verleden om tot een adequate maatstaf te komen. Bedrijfsomvang blijkt dus een cruciale factor, aangezien grote bedrijven significant vaker gebruikmaken van het

CAPM. Dit resultaat blijft ook overeind, wanneer wij slechts de beursgenoteerde bedrijven uit onze steekproef bestuderen. Ook bij de kostenvoet blijkt de corporate governance van invloed. Bij het maximaliseren van aandeelhouderswaarde hoort dat een bedrijf eerder kiest voor het gebruik van het CAPM. Hier heeft corporate governance dus vooral invloed via de keuze van de methode waarmee de risico's van de onderneming in kaart worden gebracht.

Conclusies

De kloof tussen de theorie en de praktijk van financieel management blijkt opvallend groot. In tegenstelling tot wat in de tekstboeken over optimale financieringsmethodieken staat, vinden wij dat financieel directeuren in Europa opvallend vaak gebruikmaken van eenvoudige vuistregels. Deze vuistregels doen weinig recht aan het risico van projecten. Dit heeft twee belangrijke gevolgen. Ten eerste worden risico's door ondernemingen onderschat. Ten tweede is het transmissiemechanisme waarmee overheidsbeleid via investeringen de groei van de economie beïnvloedt minder effectief dan de theorie suggereert.

Corporate governance heeft effect op de investeringsselectie en de kostenvoet van bedrijven en op de manier waarop bedrijven omgaan met het inschatten van toekomstige rentes en risico's van de onderneming. Hoe groter de focus op aandeelhouderswaarde, des te meer gebruik wordt gemaakt van theoretisch superieure methodieken als de contante waarde en het CAPM, waarin risico's op waarde worden geschat. Zo blijkt corporate governance-beleid te kunnen bijdragen aan de bedrijfsvoering van het individuele bedrijf en daarmee aan de ontwikkeling van de economie als geheel.

Dirk Brounen, Abe de Jong en Kees Koedijk

Literatuur

Graham, J.R., Harvey, C.R. (2001) The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 61, 187-243.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R.W. Vishny (1997) Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, 52, 1131-1150.

Rajan, R.G. & L. Zingales (2003) The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century. *Journal of Financial Economics*, 69, 5-50.

Tobin, J. (1978) Monetary policies and the economy: the transmission mechanism. *Southern Economic Journal*, 44, 421-431.
