

Zijn goed geleide ondernemingen ook goede beleggingen?

Onder beleggers heerst sinds jaar en dag het hardnekkige misverstand dat je het beste kunt investeren in ondernemingen met goed management. Een continue stroom empirisch onderzoek wijst zonder uitzondering in de andere richting: beleggen in grote, goed geleide bedrijven met een hoge verhouding tussen markt- en boekwaarde levert lage rendementen op.

De gezaghebbende Amerikaanse onderzoekers Fama en French hebben deze resultaten onlangs weer bevestigd¹. Zij vinden een negatieve correlatie tussen aandelenrendementen en zowel de omvang van de betreffende onderneming als de verhouding tussen markt- en boekwaarde. Bovendien komen ze tot de conclusie dat er geen significante correlatie bestaat tussen rendementen en de beta van de onderneming.

Hoewel hun resultaten zeer overtuigend zijn, blijven professionele beleggers uitgaan van het tegendeel. Dit blijkt uit een studie van de financiële economen Shefrin en Statman die gebruik maken van een jaarlijkse enquête van het Amerikaanse blad *Fortune*². De enquêteurs verzochten meer dan achtduizend topmensen uit bedrijven, leden van raden van commissarissen en financiële analisten in Amerika om hun mening te geven over ondernemingen binnen hun bedrijfstak. Op een schaal van nul tot tien is hun oordeel gevraagd over onder meer de kwaliteit van het management, de kwaliteit van de producten, vernieuwingsdrang, financiële positie en lange termijn investeringswaarde. In totaal werd voor 311 bedrijven een eindscore berekend. Voor 1993 kwam het farmaceutische bedrijf Merck als beste uit de bus, met een gemiddelde score van 8,74. Wang Laboratories was de slechtste met 1,99. De kwaliteit van het management werd door de geënquêteerden als het belangrijkste element in het totaalplaatje van een onderneming gezien.

Shefrin en Statman hebben deze score met betrekking tot de kwaliteit van het management geregresseerd

op de omvang van de onderneming en op de logaritme van de verhouding tussen markt- en boekwaarde. Zij vinden zowel in de enkelvoudige als de gecombineerde regressie een zeer significante *positieve* coëfficiënt voor beide variabelen; en dat is precies het tegenovergestelde teken van dezelfde soort regressies maar dan uitgevoerd op aandelenrendementen, zoals door Fama en French.

Voorts onderzoeken Shefrin en Statman de relatie tussen de beoordeling van de kwaliteit van het management en een andere vraag uit de enquête, de lange termijn investeringswaarde. Uit de regressie met een verklarende waarde van liefst 86% komt een zeer significante coëfficiënt tevoorschijn van 1,01, met een t-waarde van meer dan 40. Dit houdt in dat voor ieder punt dat de kwaliteit van het management hoger wordt gewaardeerd, ook voor de waarde als lange termijn investering een punt hoger wordt gegeven. Ook blijkt de lange termijn investeringswaarde volgens de enquête positief gecorreleerd te zijn met zowel bedrijfsgrootte als de verhouding tussen markt- en boekwaarde.

Financiële professionals vormen dus een oordeel dat in het licht van de resultaten uit wetenschappelijk onderzoek nogal onlogisch overkomt. En dat het geen momentopname is, maar een vastgeroeste overtuiging bij Amerikaanse financiële professionals, blijkt uit het feit dat de Fortune-enquêtes van de tien voorgaande jaren exact dezelfde resultaten opleveren.

Mogelijke verklaringen

Subjectieve ideeën

Shefrin en Statman geven een aantal mogelijke verklaringen voor hun bevindingen. Ten eerste komen zij met de zogenaamde 'representativiteit', zoals deze bekend is uit de psychologie. Als voorbeeld beschrijven zij een experiment waarbij een man van 45 jaar ten tonele wordt gebracht, die getrouwd is en vier kinderen heeft. Hij is conservatief, zorgzaam, ambitieus en heeft geen politieke interesses en houdt onder meer van zeilen en wiskundige puzzels. Aan twee groepen personen werd vervolgens gevraagd hoe groot zij de kans inschatten dat deze persoon een ingenieur is. De ene groep kreeg te horen dat deze persoon uit een populatie van 30 ingenieurs en 70 juristen kwam, terwijl de andere groep werd verteld dat er 70 ingenieurs en 30 juristen in de populatie zaten. Uit de resultaten van de test bleek dat beide groepen precies hetzelfde dachten over de mogelijke achtergrond van de betreffende man. Mensen laten zich dus kennelijk meer leiden door hun subjectieve ideeën, dan door objectieve gegevens.

Aanspreekbaarheid

Een andere mogelijke verklaring voor hun opmerkelijke resultaten is volgens Shefrin en Statman gelegen in de aanspreekbaarheid van portefeuille-managers voor slechte beleggingsresultaten. Indien een fondsbeheerder in een aandeel belegt dat recentelijk goed heeft gerendeerd, maar de koers maakt vervolgens een duikeling, dan zal zijn klant hem dit minder aanrekenen dan bij een aandeel dat recentelijk slecht heeft gerendeerd. In het laatste geval zal de klant de fondsbeheerder vragen waarom hij het slecht renderende aandeel niet eerder heeft verkocht. Iedereen zag toch dat het slecht ging met dit aandeel? Bij in het verleden goed renderende aandelen zal dit verwijt minder snel worden gemaakt. Daarom

1. E.F. Fama en K.R. French, The cross-section of expected stock returns, *Journal of Finance*, 1992, blz. 427-465.

2. H. Shefrin and M. Statman, Making sense of beta, size and book-to-market, *Journal of Portfolio Management*, winter 1995, blz. 26-34.

zullen fondsmanagers niet zo graag beleggen in aandelen die recentelijk slecht renderden, ondanks het feit dat De Bondt en Thaler al in 1985 aantoonde dat portefeuilles van recentelijk slecht renderende aandelen een significant hoger rendement genereren dan portefeuilles van recente winnaars³.

Vergelijken met de rest

Voor de individuele fondsmanager speelt voorts een rol dat ook de concurrentie met bovengenoemde overwegingen worstelt en dus meer geneigd is te beleggen in de winnaars. Mochten zijn eigen beleggingsresultaten dus tegenvallen dan zal het waarschijnlijk bij de concurrentie niet anders zijn. Het tegenvallende resultaat zal hem daarom vermoedelijk minder aangerekend worden.

Angst voor verlies van reputatie

Bovendien gelden de resultaten van De Bondt en Thaler voor portefeuilles van slecht renderende fondsen, waarbij individuele recente verliezers dus weleens failliet zouden kunnen gaan. Financiële analisten geven vaak aan- of verkoop aanbevelingen voor individuele fondsen. Hun reputatie wordt meer geschaad door het aanbevelen van een recente verliezer, die vervolgens failliet gaat, dan bij een recente winnaar die op de fles gaat.

Misvatting bij enquêteurs

Dit brengt ons meteen bij een andere misvatting die uit de Fortune-enquête naar voren komt. De vraagstelling in de enquête suggereert namelijk dat men het aandeel op zichzelf moet beschouwen en niet als onderdeel van een portefeuille. Wanneer beleggers hun portefeuille samenstellen moeten zij echter niet kijken naar het verwachte rendement en de variantie hierin van een bepaald aandeel, maar ook naar de covariantie van het rendement met dat van andere aandelen. Ook KPN vertelde pas bij de tweede tranche dat het aandeel zo'n 'goede aanvulling voor elke portefeuille' was, terwijl men het fonds bij de eerste tranche nog had aanbevolen als een 'goed aandeel voor iedereen'.

Idem bij ondervraagden

Hoogstwaarschijnlijk zijn ook de geënquêteerden de portefeuille-gedachte uit het oog verloren, hetgeen blijkt uit een aantal andere regressies die Shefrin en Statman met de enquê-

te-gegevens hebben uitgevoerd. Indien zij de subjectieve lange termijn investeringswaarde niet alleen regresseren op de omvang en de verhouding tussen markt- en boekwaarde, maar tegelijkertijd op de beta of de standaarddeviatie van de rendementen, dan is de coëfficiënt voor beta niet significant, maar die voor de standaarddeviatie wel significant negatief. Hetzelfde geldt voor regressies waarbij de kwaliteit van het management de te verklaren variabele is. Aandelen met nagenoeg constante rendementen worden dus als betere investeringen beschouwd dan aandelen die via diversificatie mogelijkheden voor vermindering van risico bieden. Met de gedachte om een portefeuille van recente verliezers te vormen, zoals gesuggereerd door De Bondt en Thaler, wordt dus geen rekening gehouden.

Verwachtingen reeds in koers verwerkt

Ten slotte is er nog een andere verklaring mogelijk voor de opmerkelijke resultaten die uit de Fortune-enquête worden afgeleid. Indien de financiële professionals onder de indruk raken van de kwaliteiten van het management houden zij er geen rekening mee dat vele collega's er net zo over zullen denken. Dit heeft waarschijnlijk al geleid tot een grotere vraag naar het aandeel van het betreffende bedrijf, met als direct gevolg een reeds gestegen aandeelprijs. Het toekomstige te verwachten rendement zal dus navenant zijn verminderd, daar er nu een hogere prijs voor het aandeel moet worden betaald.

In Nederland is Philips wellicht een goed voorbeeld. Velen zijn gecharmeerd van de leidinggevende kwaliteiten van topman Timmer. Deze bewondering is heel geleidelijk ontstaan en gelijktijdig is ook de prijs van het aandeel Philips gestegen. Voordat Timmer aan de macht kwam en het aandeel Philips een dieptepunt bereikte, vormden de aandelen een investering die later goed zou renderen. Naarmate de kwaliteiten van Timmer duidelijker werden, steeg de aandeelprijs en daalde het te verwachten toekomstige rendement. Het aandeel Philips zal in de toekomst waarschijnlijk een minder spectaculair rendement opleveren dan in het recente verleden. Waarschijnlijk hebben de door Fortune geënquêteerden te weinig rekening gehouden met het feit dat hun oordeelsvorming

over het management reeds in de aandeelprijs is verwerkt.

Conclusie

Een indrukwekkende hoeveelheid wetenschappelijk onderzoek toont aan dat de aandelen van kleine ondernemingen met een hoge verhouding tussen markt- en boekwaarde hoger rendement geeft dan aandelen van grote ondernemingen met een lage verhouding tussen markt- en boekwaarde. De gemiddelde belegger lijkt niettemin overtuigd van het tegendeel en geeft de voorkeur aan aandelen van goed geleide ondernemingen. Deze hardnekkige misvatting die beleggers leidt bij hun beslissingen is waarschijnlijk de belangrijkste reden dat kleine, recentelijk slecht renderende fondsen zo'n veelbelovend beleggingsobject blijken te zijn.

O.W. Steenbeek en A.C.F. Vorst

O.W. Steenbeek is als universitair docent verbonden aan de vakgroep Financiering en Belegging van de Erasmus Universiteit Rotterdam en A.C.F. Vorst is hoogleraar financiering en bedrijfseconometrie aan deze universiteit en directeur van het Erasmus Center for Financial Research.

3. W.F.M. De Bondt en R.H. Thaler, Does the stock market overreact, *Journal of Finance*, 1985, blz. 557-581.