

RISICO EN RENDEMENT VAN AANDELENPORTEFEUILLES

door Dr. H. G. Eijgenhuijsen

Probleemstelling en terreinafbakening

Op het terrein van de aandelenbelegging hebben zich in de Verenigde Staten de afgelopen jaren belangrijke ontwikkelingen voorgedaan, zoals voortgaande institutionalisering van het aandelenbezit, het accentueren van de portefeuillebenadering in de moderne beleggingsliteratuur en toenemende twijfel aan de effectiviteit van het professionele portefeuillebeheer. Tegen deze achtergrond wordt in dit proefschrift¹⁾ onderzocht, of de moderne wetenschappelijke beleggingsinzichten voor het professionele beheer van aandelenportefeuilles in de Verenigde Staten praktische betekenis hebben. Meer in het bijzonder wordt de aandacht gericht op het probleem van de doelstellingsformulering voor aandelenportefeuilles, waarbij de beschouwingen zijn toegespitst op aandelenbeleggingsfondsen. De omstandigheid dat deze doelstellingsformulering in de literatuur beurtelings wordt aangemerkt als waarschijnlijk de belangrijkste, moeilijkste en meest verwaarloosde fase binnen het gehele beleggingsproces, vormde een belangrijk motief dit onderwerp centraal te stellen.

Hoewel de studie met name betrokken is op de situatie in de Verenigde Staten, kunnen de aldaar ontwikkelde inzichten evenzeer in ons land leiden tot een herbezinning op de uitgangspunten van het beleggingsbeleid en het aanbrengen van meer systematiek in het portefeuillebeheer, ook al is dit vanwege de toevoeging van een internationale dimensie van meer complexe aard dan bij uitsluitend nationaal gespreide aandelenportefeuilles.

Doelstellingsformulering - een verkenning

De doelstellingen van een aandelenbeleggingsfonds moeten gehanteerd kunnen worden als *leidraad* (basis voor de portefeuille-activiteit), *standaard* (norm voor het evalueren van de beleggingsprestatie) en *kenmerk* (keuzecriterium voor de belegger). Vanuit de conceptie van de belegger als risicomijder zullen risico en (verwacht) rendement de beleggingscriteria zijn, welke in de doelstellingsformulering een plaats moeten vinden. Het overwegen van de mogelijkheid de doelstellingen operationeel te maken, geschiedt tegen de achtergrond van de belangrijkste elementen uit de in fondsprospectussen tot uitdrukking gebrachte 'policy statement'.

Systematisch risico

De gebruikelijke classificatie van beleggingsfondsen in termen van defensief, agressief, conservatief, groei e.d.m. mist een duidelijk risico-onderscheidend vermogen. Met het oog op een meer doeltreffende blauwdruk van het te voeren risicobeleid wordt een zgn. „bèta-doelstelling” geconstrueerd, welke getypeerd wordt door twee elementen, t.w. een bèta-streefwaarde en - als betrouwbaar-

¹⁾ H. G. Eijgenhuijsen, Risico en rendement van aandelenportefeuilles, Uitg. H. E. Stenfert Kroese B.V., Leiden 1977, 210 blz.

heidsindicator · een maximaal tolerabele standaardfout van de portefeuillebèta. De bètacoëfficiënt · hier als indicator van het systematische risico van een aandelenportefeuille · geeft de mate weer waarin het portefeuillerendement in doorsnee reageert op fluctuaties in het marktrendement. Empirisch onderzoek heeft uitgewezen, dat de historische bèta van effectief gespreide aandelenportefeuilles een alleszins acceptabele predictieve waarde bezit. Aangezien tot op heden in de realiteit de bekwaamheid in het algemeen ontbreekt om toekomstige marktbevingen stelselmatig accuraat te voorspellen, verdient het aanbeveling de streefwaarde in achtereenvolgende perioden zo min mogelijk aan schommelingen te onderwerpen.

Diversificatie

Een doelstelling van meer algemene aard is het realiseren van een zo goed mogelijke diversificatie in de aandelenportefeuille. Gegeven een bepaalde doelwaarde voor bèta, zal hieraan het streven inherent zijn het totale portefeuillerisico (bestaande uit de som van systematisch en specifiek risico) op zo effectief mogelijke wijze tot het systematische niveau te reduceren, aangezien additioneel rendement uitsluitend uit laatstgenoemd type risico kan worden verwacht.

Eerst wordt aandacht geschonken aan de voor het diversificatieproces relevante factoren. In dit verband wordt stil gestaan bij een aantal overwegingen, op grond waarvan een belangrijk verschil kan optreden tussen de diversificatieresultaten uit simulatiestudies · welke resultaten als geïdealiseerd zijn te beschouwen · en de gerealiseerde mate van reductie van het specifieke risico bij een bepaalde portefeuille-omvang. Ook komt in dit kader ter sprake de mate waarin de specifieke rendementscomponenten van de verschillende aandelen in portefeuille met elkaar samenhangen. Het portefeuillerisico blijkt te worden onderschat, wanneer deze samenhang geheel afwezig wordt verondersteld en er zijn aanwijzingen dat vergelijkbare patronen van specifiek rendementsgedrag van aandelen verband houden met één of meer andere kenmerken van ondernemingen dan de bedrijfstak waartoe zij worden gerekend.

De verdere beschouwing over diversificatie wordt gewijd aan de concretisering van het diversificatieplan. Er is een maatstaf ontwikkeld voor het diversificatieplan op lange termijn. Kenmerk van deze maatstaf is o.m. dat de omvang van het maximaal te tolereren niet-weggediversificeerde portefeuillerisico ongeveer is voor de hoogte van de portefeuillebèta. In voornoemd plan wordt vorm gegeven aan de wenselijk geachte richting van de diversificatie-ontwikkeling. De portefeuillebeheerder kent aan de lange-termijn diversificatiemaatstaf een aspiratieniveau toe, welk niveau in de tijd bij voldoende gunstige uitkomsten in de richting van het absolute diversificatie-optimum kan worden aangepast. Vervolgens richt de analyse zich op het ontwikkelen van een operationeel criterium dat de fondsbeheerder in staat stelt te beoordelen, of een overwogen portefeuillesamenstelling bijdraagt tot de verwezenlijking van de lange-termijn diversificatienorm. In dit verband wordt verder een relatie gelegd met het niveau van de maximaal acceptabel geoordeelde standaardfout van de portefeuillebèta. Op basis van de in kwantitatieve termen vervatte systematische risico- en diversificatiedoelstelling is een portefeuille-selectiemodel geformuleerd en een computerprogramma ontwikkeld.

Professioneel beleggingsbeheer en rendementsprestatie

In het tweede gedeelte van de onderhavige studie wordt de rendementszijde van de aandelenbelegging aan de orde gesteld. Een belangrijke doelstelling van beleggingsfondsen is, de deelhebbers door professioneel portefeuillebeheer een aantrekkelijk netto-rendement te bieden. Wanneer fondsbeheerders en begunstigden zich een realistische voorstelling willen maken van het verwachte portefeuillerendement, dienen zij wel op de hoogte te zijn van de waarschijnlijkheid waarmee in het algemeen met professioneel beheer „superieure” rendementen zijn te behalen. Daarom is eerst beoogd, hieromtrent een gefundeerd oordeel mogelijk te maken.

De empirische uitkomsten wijzen uit, dat er niet meer professionele beleggers zijn met stelselmatig superieure resultaten dan het op basis van een toevalsproces te verwachten aantal. In het licht van de aanzienlijke stroom onderling consistente onderzoekresultaten ten gunste van het „random walk” concept en de efficiënte markthypothese lijkt het verantwoord bij het beleggen ervan uit te gaan dat er sprake is van een aandelenmarkt, waar vele ruwweg even bekwame professionele beleggers in een heftige concurrentiestrijd met elkaar zijn gewikkeld. Er zijn sterke aanwijzingen, dat het koersverloop aldaar zich in de regel kenmerkt door beperkte „random” fluctuaties rond tamelijk zuiver geschatte evenwichtswaarden. In dit type markt zijn de meeste technisch-analytische methoden geldverspilling gebleken en zijn koersonevenwichtigheden doorgaans dermate gering, tijdelijk en moeilijk op het spoor te komen, dat de kans er met behulp van grondige fundamentele analyse succesvol gebruik van te maken waarschijnlijk bijzonder klein zal zijn.

Bieden van aantrekkelijk netto-rendement

In het licht van het voorgaande verdient het aanbeveling, dat fondsbeheerders en begunstigden zich kostenbewust opstellen. Alvorens dit kostenaspect van het beleggen in aandelen aan de orde te stellen, wordt eerst het kapitaalmarkt-evenwichtsmodel en de validiteit ervan besproken. De conclusie luidt, dat systematisch risico en diversificatie de twee centrale elementen zijn bij de doelstellingsbepaling. Voor de in algemene termen geformuleerde rendementsdoelstelling blijkt het voorlopig niet mogelijk een operationele vorm te vinden.

Een herbezinning op de doelmatigheid van de kosten van het beleggingsapparaat lijkt dringend noodzakelijk. Allereerst zijn er de *beheerkosten*, die o.a. uitgaven voor beleggingsresearch omvatten. In het proces van het afwegen van baten en lasten is aandacht geschonken aan de implicaties voor de beleggingsresearch van een in hoge mate efficiënte aandelenmarkt, waar de fundamentele eigenschappen van het kapitaalmarkt-evenwichtsmodel gelden. Gepleit wordt voor bezuinigingen en structurele veranderingen op dit terrein: bij rendementsgerichte research een accentverlegging van individuele ondernemingen en bedrijfstukken naar de aandelenmarkt als geheel en verder meer ruimte voor risicogerichte beleggingsanalyse. Bij dit laatste valt te denken aan het opsporen van variabelen welke gezamenlijk in belangrijke mate de toekomstige waarde van de aandelenbèta determineren en onderzoek naar de causale factoren die aan de samenhang tussen specifieke aandelenrendementen ten grondslag liggen.

Wat de *transactiekosten* betreft: gegeven de efficiënte-marktevidentie lijkt het ge-

wenst, dat beleggingsfondsen in het algemeen hun „trading”-activiteit drastisch beperken. Het is naar ons besef voor de toekomst gewenst, dat beleggingsfondsbesturen ernstig overwegen in het belang van de deelhebbers een beperking aan te brengen in de beheersvrijheid van fondsbeheerders. Opdat beleggers zich een helder beeld kunnen vormen omtrent de aard van een beleggingsfonds, verdient het in ieder geval aanbeveling in het fondsprospectus kwantitatieve informatie te verschaffen omtrent het niveau van de portefeuillemutatie in het recente verleden en het beleid te dien aanzien voor de toekomst.

Slotopmerkingen

Effectief portefeuillebeheer vereist een voldoende helder inzicht in de aard van het beleggingsproces en de aanwezigheid van een adequaat beheersmechanisme. De moderne beleggingsinzichten leiden tot de belangwekkende conclusie dat „*risk management*” bij het portefeuillebeheer de nadruk verdient. In de realiteit wordt het beheer van aandelenportefeuilles bij de meeste instellingen echter vnl. gekenmerkt door „rate of return management”. Het beleggingsrisico lijkt binnen aanvaardbare grenzen beheerst te kunnen worden. Het gebruik maken van methoden en technieken welke door de moderne beleggingsleer zijn ontwikkeld, is op zichzelf echter geen garantie tegen onaangename verrassingen. Immers, over betrekkelijk korte tijdsperioden - één jaar of slechts enkele jaren - is geen duidelijke relatie tussen risico en rendement aangetroffen. Wordt bij beleggingsfondsen het beleid evenwel afgestemd op de verlangens van de deelhebbers, dan mag in het algemeen worden verwacht dat het lange-termijn perspectief zal overheersen bij de besluitvorming. Tegen deze achtergrond hebben de moderne analytische beleggingsinstrumenten hun waarde.