

November 1998  
Zevende Jaargang  
Nummer 1

# Fiducie

Financiële Studievereniging Amsterdam

## 24 hr 小時 BANKING 銀行服務

Beurs en collectieve gekte

Tussentijdse financiële berichtgeving van  
Nederlandse ondernemingen

Financiering en renterisico, centrale elementen in  
een decentrale concernbesturing

# Beurs en collectieve gekte

Afgelopen juli bereikte de beurs - de AEX index - het niveau van 1323.65. In de tien weken daarna slaagde de beurs er in 500 punten in te leveren, om de afgelopen weken weer een paar honderd punten omhoog te krabbelen.

Was het te voorzien dat de aandelenbeurs luchtbelachtige niveaus had bereikt, en dat een pijnlijke correctie er aan zat te komen? Schijnbaar niet voor de Nederlandse ondernemingleiders en beleggingsanalisten. Het collectieve optimisme en de tot aan de hemel reikende winstprognoses deden vermoeden dat men zelf in de hoge beurskoersen ging geloven. Vele wetenschappers vergaten het waardevrije perspectief van de wetenschap en deden lustig mee aan de collectieve hysterie. Sommigen spraken over een 'structuurbreuk': een nieuwe wereld met torenhoge beurskoersen lag in het verschiet

**W**ij weten nu hopelijk beter. In juli vorig jaar, nadat de beurs de 1000 punten-grens had geslecht, waarschuwde ik in een artikel met Ben Jacobsen voor de verdere stij-

---

Prof. dr A.W.A. Boot

---

gingen die ongetwijfeld nog zouden volgen en voor de op handen zijnde klap die daarop zou volgen (De Volkskrant, 26 juli 1997). Wij schreven:

Met de grootste sprong in haar geschiedenis slechtte de AEX index afgelopen donderdag (24 juli 1997, red.) de 1000 punten grens. De index (in feite niets anders dan de prijs van een mandje aandelen, waaronder bijvoorbeeld Koninklijke Olie, Unilever en Philips) steeg die dag tot 1006,26 om vervolgens weer weg te zakken tot een niveau van rond 990. Dit jaar lijkt er geen eind te komen aan de nieuwe records: 700, 800, 900, 1000; iedere nieuwe 100-puntengrens wordt sneller bereikt. Hoewel er zeker fundamentele redenen zijn voor een opgewekt beursklimaat duidt de als maar versnellende stijging van de beursindex op een ware luchtbel. Het nare van een luchtbel is dat deze alleen verdwijnt door uit elkaar te spatten, hetgeen pas gebeurt als ze voldoende groot is. Kortom, de bizarre koersstijgingen zullen nog wel even aanhouden, maar hoe langer het duurt, hoe harder de klap van de ineenstorting van de koersen zal aankomen.

Maar waarom zouden we bang moeten

zijn voor een beurscrash? Wat doet het er eigenlijk toe. Een beurshausse gevolgd door een crash is ongeveer hetzelfde als wanneer ons aller huizenbezit morgen in prijs verdubbelt en over een paar jaar weer in prijs halveert. Dit geeft misschien wat onrust, maar als we gewoon ongestoord doorleven - en bijvoorbeeld niet een tweede hypotheek op ons huis nemen om een extra dure auto te kopen - dan is er toch niets aan de hand? Inderdaad, hier is geen spel tussen te krijgen, ware het niet dat we niet ongestoord doorleven. Beleggingswinsten (op huizen, aandelen of wat dan ook) veranderen ons gedrag. We voelen ons rijker en we kopen wél die duurdere auto, of we gaan vaker op vakantie; kortom, we consumeren meer. Bedrijven voelen zich door de koersstijgingen van hun aandelen ook rijker, ze investeren meer en ze betalen hun managers hogere bonussen. Niet voor niets is door al die extra consumptie (en hopelijk ook investeringen) de economische groei in Nederland momenteel hoog. Voor diegenen die de koersstijgingen op de beurs toeschrijven aan de hoge economische groei hebben we nieuws: de causaliteit is ook omgekeerd, de economische groei wordt evenzeer gedreven door de koersstijgingen (via het bovengenoemde effect op consumptie en investeringen). Dit effect is aanzienlijk, immers, de koerswinsten

van dit jaar (maar liefst 170 miljard; periode januari-juli 1997, red.) zijn al groter dan alle netto salarissen bij elkaar. Als de luchtbel barst zorgt deze causaliteit voor een pijnlijke gewaarwording. Lagere consumptie, investeringen, en niet te vergeten de gedwongen verkopen van zwaar 'verhypotheekte' huizen en hogere pensioenpremies omdat de pensioenfondsen zwaar in aandelen zijn gestapt, trekken de economie in een negatieve spiraal. Beurs en economie zijn dus nauw met elkaar verbonden, en nooit eerder (de twintiger jaren waren misschien de enige uitzondering) is de economie zo zeer afhankelijk geworden van het wel en wee op de financiële markten.

Hoog tijd dus om iets te begrijpen van de koersontwikkelingen op de beurs. Waarom stijgt de index en waarom blijft deze maar doorstijgen? Zijn de koersen te hoog of te laag, over- of ondergewaardeerd? Komt er aan deze stijging nog een eind en zo ja, op welk niveau? Voor dat we ook maar enige vraag kunnen beantwoorden willen we eerst stil staan bij wat een aandeel nou eigenlijk is en wat de prijs daarvan bepaalt. Een

---

### **'de prijs van een aandeel wordt bepaald door wat anderen er van vinden'**

---

belegger die een aandeel koopt krijgt daarmee het recht op een gedeelte van de toekomstige winsten van de onderneming. Die winsten zijn niet alleen afhankelijk van de inspanningen van het bedrijf zelf maar worden daarnaast beïnvloed door een groot aantal macro economische variabelen als bijvoorbeeld economische groei, rente en koers van de dollar. Zo zullen de winsten van een onderneming die veel producten verkoopt in de Verenigde Staten dalen als de waarde van de dollar ten opzichte van de gulden afneemt, waardoor ook de waarde van het aandeel daalt. De gloeilampenfabriek in Eindhoven spreekt dan van 'valutaire tegenwind'. De toekomstige winsten van een onderneming laten zich door de afhankelijkheid van een veelheid van factoren uitermate moeilijk voorspellen. Dat bete-

kent ook dat de werkelijke waarde van een aandeel niet te bepalen is. Beleggers tasten dus in het duister. Gelukkig zijn ze niet helemaal reddeloos verloren. Op de beurs worden de aandelen verhandeld en de prijs die daar tot stand komt is (hopelijk) een indicatie van de waarde van het aandeel. Sterker nog, misschien is de prijs die daar tot stand komt wel precies gelijk aan de waarde van het aandeel. Maar om Oscar Wilde te parafaseren: "Een belegger weet van alles de prijs, maar van niets de waarde". Aangezien de waarde onmogelijk te bepalen is zou men kunnen argumenteren dat alleen de prijzen ertoe doen en dat de vraag of deze prijzen gelijk zijn aan de werkelijke waarde niet relevant is. Toch is het voor een goed functionerende economie van groot belang dat waarde en prijs dicht bij elkaar liggen. Men hoeft alleen maar te denken aan de recente chaos die losbarstte in Albanië toen bleek dat bij de piramide fondsen aldaar er een groot verschil bestond tussen de prijs en de waarde van de aandelen in die fondsen. Aangezien de waarde van een aandeel moeilijk te bepalen is, is niet met zekerheid aan te geven of de Nederlandse beurs op dit moment over- of ondergewaardeerd is. Toch kunnen we wel iets zeggen.

Het lijkt er in ieder geval op dat de koersstijgingen in de afgelopen jaren voor een aanzienlijk gedeelte zijn toe te schrijven aan een daadwerkelijke toename van de waarde van de aandelen. Alle economische signalen staan op groen (zomer 1997, red): hoge economische groei, lage rente, lage inflatie, hoge dollarkoers en voor al deze variabelen lijkt er geen reden om aan te nemen dat hier op korte termijn verandering in zou moeten komen.

De fundamentele - en geruststellende - factoren bieden echter geen verklaringen voor de explosieve koersstijgingen in de afgelopen maanden. Een ware luchtbel lijkt zich te ontwikkelen. De versneld stijgende koersen zonder dat hier verdere verbeteringen in fundamentele factoren tegenover staan zijn alleen te verklaren vanuit het gedrag van de beleggers. Pensioenfondsen zijn met een inhaalslag bezig om een groter deel van hun vermogen in aandelen te beleggen. Van deze inhaalslag gaat een tij-

delijke vraagimpuls uit die de koersen naar een hoger niveau heeft gestuwd. Het gevaar is levensgroot dat zij de koersstijgingen als bevestiging gaan zien van nieuwe beleggingsstrategieën, zich niet realiserend dat de koersstijgingen een self-fulfilling prophecy zijn. Aangemoedigd door dit succes beleggen zij dan meer en meer in aandelen totdat de koersen zo hoog zijn opgelopen dat men besluit maar even te wachten of zelfs winst te nemen. De nieuwe vraag valt weg en de luchtbel barst. De beurs stort in en als na de paniek de balans wordt opgemaakt zien wij de krantenkoppen al voor ons: "Failliete pensioenfondsen vragen om overheidssteun".

Naast de inhaalslag van de pensioenfondsen zorgt ook de grote populariteit van de zogenaamde clickfondsen, die

---

### **'Valt de collectieve gekte en het kuddegedrag te vermijden?'**

---

de winstuitkering koppelen aan de koersstijgingen van de AEX index, voor een nieuwe stroom van kooporders naar de beurs. Bovendien besluiten veel particulieren - omdat de spaarrekening toch niets oplevert - de sprong naar aandelen te maken. Enerzijds direct door zelf aandelen aan te kopen, anderzijds indirect via beleggingsfondsen. Ook dit genereert een additionele vraag waaraan geen echt waarde oordeel ten grondslag ligt. Sommigen nemen om maar te kunnen beleggen, zelfs een tweede hypotheek op. Voor de professionele beleggers die al dit additionele vermogen moeten beheren speelt nog een andere belangrijke factor. Zij voelen zich gedwongen dit geld nu zo snel mogelijk te beleggen in aandelen. Zij kunnen het zich niet veroorloven om niet op de wensen van beleggers in te gaan. Want deze nieuwe beleggers willen maar één ding: koerswinsten. Daarbij komt dat bij de fondsbeheerders de gedachte overheerst dat het erger is om alleen fout te zitten dan collectief fout. Niemand kan het zich dus veroorloven om de mogelijkheid van verdere koersstijgingen aan zich voorbij te laten gaan. Vandaar dat men meer en meer in aandelen blijft be-

leggen totdat uiteindelijk de luchtbel barst. Dit laatste is dan niet zo erg: het is immers een collectief probleem.

Een goed voorbeeld van deze dwang is de fondsbeheerder van Robeco die moedig had besloten dat in het begin van dit jaar (let op: begin 1997, red.) de markt al overgewaardeerd was. Hij stapte uit de aandelen maar omdat de markt maar omhoog bleef gaan werd hij 'veroordeeld' om toch alles weer in aandelen te beleggen. Zo blijft er dus bij de verschillende partijen voorlopig een substantiële additionele vraag naar aandelen bestaan die niet zo zeer wordt ingegeven door het signaleren van ondergewaardeerde aandelen maar veeleer (soms noodgedwongen) wordt ingegeven door hele andere motieven. Aan de collectieve gekte valt bijna niet te ontkomen. De financiële markt houdt ons allen in haar greep. Een luchtbel is het resultaat.

Tot zover onze profetische woorden van juli vorig jaar. Ach, nu we eind 1998 mogen terugkijken op deze bijzonder episode past de vraag, hoe we de zaken

in de toekomst beter zouden kunnen doen. Valt de collectieve gekte en het kuddegedrag te vermijden? Misschien niet. De geschiedenis is vol met financiële crises van 'tulip-mania' en de 'South-Sea bubble' in het verre verleden tot de onroerend goed crisis in 1979, de debt crisis in Zuid Amerika in de jaren tachtig en het instorten van de Japanse beurs rond 1990. Juist deze laatste crisis, nog zo recent en zo vergelijkbaar, had toch ons enthousiasme voor steeds nieuwe beursrecords moeten temperen?

Neen. Het heeft niet zo mogen zijn en ook voor de toekomst verwacht ik niet dat we deze excessen kunnen vermijden. Wij stuiten op het bijzondere van het menselijk gedrag en de eigenaardigheden van een beurs. Om met het laatste te beginnen. Keynes schreef al over de 'beauty contest': de prijs van een aandeel wordt bepaald door wat *anderen* er van vinden. Dit betekent dat iedereen zijn eigen informatie (en verstand) zou moeten negeren en zich al-

leen met de *psyche* van anderen moet bezighouden. Kortom, de beurs als spel voor amateur psychologen! Niet bepaald een geruststellend vooruitzicht. En wat valt te zeggen over het bijzondere van het menselijk gedrag? Misschien is het wel het beste om naar de media te kijken. Volgens sommigen is deze de meest duidelijke afspiegeling van onze basale instincten. Voor de media waren de beursrecords een vanzelfsprekendheid, de bomen reikten tot aan de hemel.

---

Arnoud Boot is hoogleraar Ondernemingsfinanciering en Financiële Markten en Voorzitter van de Vakgroep Financieel Management aan de Universiteit van Amsterdam. Tevens is hij Voorzitter van het Landelijk Netwerk Bedrijfseconomie en bestuurslid van het Tinbergen Instituut. Daarnaast is hij Research Fellow van het Centre for Economic Policy Research (CEPR) in Londen en het Davidson Institute van de University of Michigan. Voorheen was hij verbonden aan de J.L. Kellogg Graduate School of Management van Northwestern University in Chicago.

---