



een goede belegging is of niet”, zo besluit O’Shaughnessy in het boek na het analyseren van historische rendementenreeksen.

ECONOMISCHE REALITEIT

De eenvoudigste verklaring voor de zwakke relatie tussen REV en rendement op de beurs valt samen te vatten in het woord ‘populariteit’. Onder beleggers zijn aandelen van hoog renderende bedrijven veel gevraagd en dat maakt deze beleggingen duur.

Apple is een goed voorbeeld van een bedrijf dat zelf veel beter presteert dan het eigen aandeel. De technologiegigant behaalde over de afgelopen vier kwartalen een

recordwinst van 43 miljard dollar. Daar tegenover heeft het technologiebedrijf voor 123,3 miljard dollar aan eigen vermogen in de boeken staan, waardoor de REV op ongeveer 35 procent uitkomt. Van ieder dollar eigen vermogen weet Apple dus jaarlijks 1,35 dollar te maken, wat erg hoog is.

De excellente prestaties hebben Apple ongekend populair gemaakt onder beleggers. Op de beurs is Apple zo’n 640 miljard dollar waard. Door de hoge koers van het aandeel is de marktwaarde van het eigen vermogen – de uitstaande aandelen maal de koers – dus ruim vier keer zo hoog als de waarde in de boeken. De populariteit van het aandeel

Apple zorgt bovendien voor een scheve balans tussen de beurswaarde en boekwaarde van het bedrijf. Apple heeft voor ‘slechts’ 9 miljard dollar aan niet-tastbare bezittingen op de balans staan. In werkelijkheid is de waarde van deze zachte activa veel hoger. Zo staat het belangrijkste bezit van Apple, het merk, niet op de balans, omdat Amerikaanse boekhoudregels dat niet toelaten voor niet-tastbare bezittingen die in eigen huis zijn ‘bedacht’.

Zoals Apple zijn er meer bedrijven waarbij een structureel hoge REV weinig zegt over het rendement dat beleggers zullen behalen omdat de marktwaarde van het eigen vermogen hoger ligt dan de boekwaarde.

SCHULDPRIKKEL

Een ander manco aan de REV is dat deze het nemen van risico in de hand kan werken.

De eenvoudigste manier om de REV op te krikken, is door schulden aan te trekken voor investeringen of overnames. Hierdoor zal de (toekomstige) winst groeien terwijl het eigen vermogen gelijk blijft, met als gevolg dat de REV toeneemt. Keerzijde is dat veel schulden een balans zwak maken, en een bedrijf kwetsbaar in slechte tijden.

Een andere manier om de REV kunstmatig op te pompen is via inkoop van eigen aandelen. Daardoor daalt het eigen vermogen dat immers bestaat uit het totaal geplaatste aandelenkapitaal. Bij gelijkblijvend rendement stijgt het rendement gedeeld door het eigen vermogen, de REV.

Amerikaanse bedrijven hebben deze praktijk afgelopen jaren op grote schaal toegepast. Oude technologie-reuzen als IBM, Microsoft en Intel kochten voor tientallen miljarden dollars aandelen in en zagen hierdoor hun eigen vermogen

krimpen en de REV stijgen.

Zelfs Apple heeft toegegeven aan de wens van opstandige aandeelhouders om tot voor het einde van dit jaar voor maar liefst 90 miljard dollar aan aandelen terug te kopen.

Naast aandeleninkopen kunnen afboekingen op zachte activa ook zorgen voor een inkrimping van het eigen vermogen en een optische verbetering van de REV. Verschillende bedrijven boekten in de crisisjaren miljarden af op achteraf veel te dure overnames in het verleden. In dit geval is een verbetering van de REV geen indicatie voor waardecreatie, maar van waardevernietiging.

BRUIKBAAR?

Er bestaat niet zoiets als de perfecte beleggingsmaatstaf, maar de REV komt met veel gebreken. Kernprobleem is dat de boekwaarde van het eigen vermogen niets hoeft te zeggen over het rendementspotentieel van een aandeel.

Een belegger die de REV wil gebruiken, kan dit het beste doen bij bedrijven in dezelfde sector. De REV van een bedrijf dat actief is in de servicesector zal vaak hoger liggen dan van een kapitaalintensief bedrijf dat actief is in de staalsector.

Verder is de maatstaf het beste bruikbaar als deze in combinatie met andere maatstaven zoals de koers-winstverhouding wordt gebruikt.

Alles afwegend is het verband tussen de REV en het beursrendement zwak. Maatstaven als de koers-winstverhouding, koers-boekwaarde en dividendrendement hebben een sterker verband met het aandelenrendement.

MEER OVER:

KOERS-WINSTVERHOUDING ➡ VEB.NET/KW

KOERS-BOEKWAARDE ➡ VEB.NET/BOEK

DIVIDENDRENDEMENT ➡ VEB.NET/DIVRE