



op de beurs. Op basis van eigen onderzoek heeft hij geconcludeerd dat duurdere aandelen het in de periode 1985 tot en met 2007 aanzienlijk slechter deden dan de algehele markt.

Een hoge koers-omzetverhouding is een belangrijke aanwijzing in de zoektocht naar dure aandelen. De Britse strateeg kijkt liever naar de verhouding tussen beurskoers en omzet dan naar de – meer gebruikelijke – koers-winstverhouding om de waardering te bepalen. Omzetten zijn door het management van een bedrijf veel moeilijker een gewenste kant op te masseren dan de winst. Montier kijkt ook naar de zogeheten Piotroski F-score. De “F” staat hier voor *financially sound*, oftewel financieel gezond. Deze maatstaf, ontwikkeld door de Amerikaanse hoogleraar accountancy Joseph Piotroski, rangschikt bedrijven op een schaal van van 0 (slecht) t/m 9 (goed) op basis van de winstgevendheid, mate van schuld, liquiditeit en de operationele effectiviteit. Uit onderzoek van Montier over de periode 1972 tot en met 2001 in de Verenigde Staten en Europa blijkt dat aandelen van bedrijven met een lage Piotroski-score het aanzienlijk slechter doen dan de algehele markt.

MEER WETEN OVER DE PIOTROSKI F-SCORE? KIJK OP VEB.NET/PIOTROSKI VOOR DE DETAILS

De derde variabele is de groei van het balanstotaal. Montier gebruikt deze maatstaf als indicator voor de kapitaaldiscipline. Het idee hierachter is dat bestuurders een weinig gelukkige hand hebben in investeringsbeslissingen, zoals overnames. De verwachtingen van het management zijn te vaak te hoog gespannen. Op papier kan een overname er leuk uitzien, in de praktijk komt zelden iets terecht van de prognoses. Vanuit die gedachte is een snelle toename van de bedrijfsbezittingen een slechte voorbode voor de beurskoers.

Onderzoek over de afgelopen 45 jaar leert dat aandelen van bedrijven met een slechte kapitaaldiscipline aanzienlijk slechter presteerden dan die van bedrijven met een gezonde balans tussen bezittingen en schulden.

Montier onderzocht tot slot of het voor beleggers zou hebben gewerkt als deze variabelen gecombineerd zouden worden. Het resultaat bleek verbluffend: aandelen met een hoge koers-omzetverhouding, lage Piotroski F-score en slechte kapitaaldiscipline realiseerden in de periode