
Koers-winstverhouding van aandelen in theorie

$$K/W = 100 * (D/W) / (r + k - d)$$

<i>K/W</i>	<i>koers-winstverhouding</i>
<i>D/W</i>	<i>dividend-winstverhouding ("pay-out ratio")</i>
<i>r</i>	<i>reële risicovrije rente (staatsobligaties, %)</i>
<i>k</i>	<i>aandelenrisicopremie (%)</i>
<i>d</i>	<i>verwachte reële dividendgroei (constant %)</i>

De uitkomst van de formule is zeer gevoelig voor de waarde van de laatste drie parameters. Over de hoogte van de risicovrije rente en de risicopremie valt bij benadering nog wel iets te zeggen, maar de verwachte groei van de reële dividenden is zeer onzeker. De onderstaande voorbeelden zijn daarom niet meer dan illustratieve toepassingen van de formule.

De reële risicovrije rente in de VS schommelde het laatste decennium rond 4%. Om een indruk te krijgen van de waarde van de risicopremie van beleggingen in de S&P500 wordt de verwachte groei van de dividenden in het verleden gelijkgesteld aan de feitelijke groei. Trendmatig is de risicopremie geleidelijk gedaald van 4½% in de jaren zestig naar ongeveer 1% in de jaren negentig. Dat deze premie laag kan zijn wordt bevestigd door recent onderzoek¹.

Over de toekomstige reële dividendgroei bestaat geen enkele zekerheid. Als, ter illustratie, wordt uitgegaan van een constante pay-out ratio en een constante arbeidsinkomensquote, is de verwachte reële dividendgroei gelijk aan de potentiële volumegroei van de Amerikaanse economie. Nog maar enkele jaren geleden werd die potentiële groei geschat op 2½% per jaar. Bij een (historisch weinig bewegende) pay-out ratio van 50%, een reële risicovrije rente van 4% en een risicopremie van 1% kan dan een theoretische koers-winstverhouding worden berekend van 20. Momenteel wordt de potentiële groei van de VS wel geschat op circa 3¼% per jaar, hetgeen de theoretische koers-winstverhouding onder handhaving van de overige parameterwaarden verhoogt naar 29.

Nogmaals zij benadrukt dat zo'n berekening een louter illustratief karakter heeft. De spreiding in de verwachtingen omtrent de reële dividendgroei is waarschijnlijk veel groter dan hier is aangegeven. Ook kleine veranderingen in de risicovrije rente en in de risicopremie kunnen grote invloed hebben op de uitkomst.

¹ *Eichholz c.s. concluderen zelfs dat beleggen in aandelen niet risicovoller is dan beleggen in staatsobligaties bij een tijdshorizon van dertig jaar (ESB 14-01-2000).*