

Beursindexcijfers (I)

Het is ronduit verheugend dat er, na enige onduidelijkheid, langzamerhand overeenstemming lijkt te ontstaan omtrent de criteria welke van belang zijn bij het selecteren van een geschikt alternatief voor de recent veelvuldig gekritiseerde ANP-CBS-beurindices. Zoals ik eerder deed 1) benadrukken nu ook Fase en Mourik in hun artikel „Beursindexcijfers voor Nederland. Inventarisatie en beoordeling” in *ESB* van 29 januari 1986 het belang van de door Kloek 2) geformuleerde elementaire eisen voor indices. Hoewel de conclusies van Fase en Mourik sterk overeenkomen met mijn eigen aanbevelingen zijn er ook enkele markante verschillen aan te wijzen. In deze reactie zal ik deze onder de aandacht van de lezer brengen. Bovendien zal ik de gevolgen van het gebruik van verschillende beursindexcijfers illustreren aan de hand van berekeningen op basis van werkelijke weekcijfers van aan de Amsterdamse Effectenbeurs genoteerde fondsen voor de periode 1978-1983. Tot slot zal ik pleiten voor het opnemen van één extra criterium: herkenbaarheid. Op basis van dit criterium verdient het de voorkeur de door Fase en Mourik geadviseerde TRA-index te laten vallen ten gunste van de meer herkenbare EV-index.

Fase en Mourik noemen een aantal punten van kritiek op de ANP-CBS-beursindices. De belangrijkste daarvan is het feit dat deze ANP-CBS-beursindices door de wijze van correctie voor uitkeringen, zoals contant dividend, een vertekend beeld geven. Deze kritiek wil ik hier gaarne onderstrepen. Ten einde het belang van een goede correctieprocedure bij uitkeringen te illustreren heb ik de ANP-CBS-beursindex voor de groep internationals vergeleken met een index die op dezelfde wijze is samengesteld en berekend, met dien verstande dat wel voor uitkeringen zoals dividend is gecorrigeerd. In tegenstelling tot wat Fase en Mourik op blz. 112 stellen, zijn de ANP-CBS-groepsindices volgens Rietchel een ongewogen gemiddelde van de procentkoersen van de in een groep opgenomen fondsen 3). Op basis van door mij verzamelde weekcijfers heb ik het ongewogen gemiddelde van procentkoersen, gecorrigeerd voor uitkeringen, berekend voor de groep internationals in de periode 1978-1983. Daarbij zijn dezelfde fondsen gehanteerd als die welke gedurende die periode in de ANP-CBS-groep internationals waren opgenomen. Omgerekend naar een basiswaarde 100 op 4-1-1978 stond de ANP-CBS-groepsindex voor internationals op 28-12-1983 op 216,0. In dezelfde periode steeg het door mij berekende voor uitkeringen gecorri-

geerde ongewogen gemiddelde van procentkoersen tot 321,6! Het verschil wordt veroorzaakt door de wijze waarop het CBS voor uitkeringen corrigeert. Daardoor zijn de ANP-CBS-beursindices, evenals overigens de CBS-beurwaarde-indices, niet representatief voor de rendementen op de aan de Amsterdamse Effectenbeurs verhandelde aandelen. Het is dan ook niet verbazend dat naarstig wordt gezocht naar een alternatief 4).

Een vraag die zich na het lezen van het artikel van Fase en Mourik aan de lezer opdringt is de volgende: zijn er buiten de 14 onderzochte beursindices wellicht nog andere interessante kandidaten? Ten einde deze vraag te beantwoorden ontwikkelde ik een classificatieschema voor indices 5). Het algemene en robuuste karakter van dit classificatieschema blijkt wel uit het feit dat alle bekende indices (Moody's Average, Value Line, Standard & Poor, TRA, EVI, AGI, EOE-index enz.) hierbinnen een plaats vinden. Met behulp van dit classificatieschema worden in totaal 112 indexvormen onderscheiden. Hoewel de 4 theoretisch verantwoordte indices die uiteindelijk overblijven, ook door Fase en Mourik werden onderscheiden, moet de conclusie toch luiden dat zij een groot aantal indexnormen niet hebben onderzocht. In tegenstelling tot hetgeen op de 14 door Fase en Mourik onderscheiden indices van toepassing is moet het, gezien het algemene karakter van het door mij gehanteerde classificatieschema, onwaarschijnlijk genoemd worden dat zich buiten de 112 daarmede onderscheiden indices nog andere interessante alternatieven voor de ANP-CBS-beursindices zullen aandienen.

Ten einde uit de 112 met behulp van dit classificatieschema gegenereerde indices een keuze te maken onderzocht ik deze indices in navolging van Kloek op hun elementaire eigenschappen. Het resultaat van deze exercitie was dat slechts 4 van de 112 indices voldoen aan de drie belangrijkste eisen 6): evenredigheid, padonafhankelijkheid en onafhankelijkheid van nominale waarde. Deze laatste eis is een op de effectenbeurs toegespitste variant van de commensurabiliteitseis van Kloek en stelt dat de waarde van een index niet beïnvloed mag worden door de omvang van de coupures waarin een ter beurze genoteerd bedrijf zijn aandelenvermogen heeft aangetrokken.

De 4 alternatieven die aan de drie bovengenoemde meest elementaire theoretische natuurlijke eisen voldoen zijn:

– de EV-index. Deze 'Evenveel-Vermogen'-index ontstaat door een

portefeuille samen te stellen waarbij in alle opgenomen fondsen een gelijk bedrag is geïnvesteerd;

- de AG-index. Deze 'Aandelen-Gewogen'-index weegt de fondsen, zoals de naam al aangeeft, met relatieve aandelen aantallen (in de basisperiode);
- de TRA-ongewogen-index 7);
- de TRA-index waarbij gewogen wordt met relatieve beurswaarden in de basisperiode.

De AG-index is qua principe gelijk aan de CBS-beurwaarde-index met dien verstande dat de AG-index wordt gecorrigeerd voor uitkeringen. Dit impliceert dat Fase en Mourik door de TRA en de CBS-beurwaarde-index als meest geschikte kandidaten aan te wijzen in feite een selectie maken uit de 4 door mij in *Indices voor de Nederlandse aandelenmarkt* als theoretisch aanvaardbaar aangemerkte alternatieven.

Wat betreft de eis van weging staan ons in principe twee wegen open: men kan wel of geen rekening houden met de relatieve grootte (gemeten naar aantallen aandelen of beurswaarde) van de in de index opgenomen fondsen. Hoewel Fase en Mourik principieel kiezen voor wel wegen is aan deze keuze voor het speciale geval van de Amsterdamse Effectenbeurs wel degelijk een nadeel verbonden dat de moeite van het vermelden waard is. Zo weegt de AG-index naar aandelen aantallen, hetgeen met zich meebrengt dat een relatief groot fonds sterk domineert. In Nederland vertegenwoordigt b.v. het fonds Koninklijke Olie rond 65% van de totale beurswaarde! De EV-index, die overigens na ons advies

1) R.Th. Wijmenga, *Indices voor de Nederlandse aandelenmarkt*, in: W.M. van den Bergh, P.H.A.M. Verhaegen en R.E. Wessels (red.), *Financiering en belegging, stand van zaken anno 1985* (onder dezelfde titel is een uitgebreide versie verschenen als BEI-discussienota 8505, Bedrijfs Economisch Instituut, Erasmus Universiteit Rotterdam).

2) T. Kloek, *Indexcijfers: enige methodologische aspecten*, Pasmans, Den Haag, 1966.

3) E.F. Rietschel, Hoe, wat en waarom van de ANP-CBS-beursindex, *Beursplein 5*, maart 1983.

4) Zie b.v. Wijmenga, op. cit., alsmede R.Th. Wijmenga, *Over indices*, *VBA-journaal*, nr. 5, december 1985; A.B. Dorsman en J. van der Hilst, *Bruikbaarheid marktindices van de Amsterdamse Effectenbeurs*, *VBA-journaal*, nr. 4, september 1985; A.B. Dorsman en J. van der Hilst, *Een nieuwe marktindex voor aandelen*, *ESB*, 16 mei 1984; en A.G.Z. Kemna, J.K. van Vliet en R.Th. Wijmenga, *Een nieuwe marktindex voor aandelen*, *ESB*, 7 november 1984.

5) Wijmenga, *Indices voor de Nederlandse aandelenmarkt*, op. cit.

6) De door mij gehanteerde eisen zijn op de effectenbeurs toegespitste varianten van de door Kloek, op. cit., genoemde elementaire eisen.

7) Zie Kemna e.a., op. cit.

8) omtrent de vervanging van de EOE-index, sinds enige tijd door de European Options Exchange wordt gepubliceerd, heeft dit nadeel niet. Deze index geeft de waarde van een portefeuille zoals die ontstaat door in een basisperiode een gelijk bedrag in ieder opgenomen fonds te investeren.

In het algemeen geldt als voordeel van wegen met aandelen aantallen of beurswaarde dat wel degelijk rekening wordt gehouden met het relatieve belang van de verschillende fondsen. Het daaraan onvermijdelijk gekoppelde nadeel is dat de index sterk gedomineerd zal worden door één fonds. Hoe voor- en nadeel tegen elkaar afgewogen dienen te worden zal mede afhangen van het doel dat men met de index voor ogen heeft. Als de index tot doel heeft als stemmingsindicator te fungeren zal het nadeel van de dominantie wellicht sterk wegen, bij een index die representatief is voor de beurswaarde is het noodzakelijk rekening te houden met de relatieve aantallenaandelen.

Naar aanleiding van het artikel van Fase en Mourik zullen de lezers zich terecht afvragen hoe groot de verschillen in eindwaarde van de indices zijn zoals die ontstaan als gevolg van het gebruik van uiteenlopende indexvormen op dezelfde gegevens. Ik heb dit onderzocht door de verschillende indexvormen toe te passen op een bestand van woensdagnoteringen van 110 aan de Amsterdamse Effectenbeurs genoteerde fondsen (exclusief beleggingsmaatschappijen) voor de periode 4-1-1978 t/m 28-12-1983 9). Hierbij is per fonds gecorrigeerd voor uitkeringen zoals dividend. In het kort komt deze correctie erop neer dat uitkeringen direct worden herbelegd in het fonds waarop zij plaatsvonden. In onderstaande tabel treft men de eindwaarden van enkele indices aan. Opvallend is dat ook de CBS-beurswaarde-index sterk achterblijft bij de vergelijkbare AG-index. Mogelijke oorzaken hiervoor zijn de gehanteerde correctieprocedure bij uitkeringen en verschil in de groep fondsen waarop de berekeningen zijn gebaseerd. In het algemeen zijn de verschillen aanzienlijk hetgeen eens te meer aangeeft dat de nodige voorzichtigheid geboden is bij het zonder meer vergelijken van indexwaarden.

Fase en Mourik stellen de CBS-beurswaarde index en de TRA voor als de meest geschikte van de 4 door mij geselecteerde alternatieven voor de ANP-CBS-beursindices. Voor wat betreft de keuze van de CBS-beurswaarde-index, die immers qua vorm gelijk is aan de door mij voorgestelde AG-index, kan ik het daarmee eens zijn met dien verstande dat de index gecorrigeerd dient te worden voor uitkeringen zoals dividend. Met de keuze van de TRA als meest geschikt alternatief verliezen Fase en Mourik naar mijn mening echter een belangrijke eigenschap uit het oog. Een goed alternatief voor de bekende en veel gehanteerde ANP-CBS-beursindex dient niet alleen de juiste theoretische eigenschappen te bezitten, maar zal met het oog op de acceptatie van de index door een breder publiek ook duidelijk herkenbaar dienen te zijn. Op grond van deze overweging verdienen van de 4 eerder genoemde indices die aan de meest elementaire theoretische voldoen de AG-index en de EV-index de voorkeur. In tegenstelling tot de beide TRA-indices komt de hoogte van de AG-index en de EV-index overeen met de waarde van een zeer eenvoudige portefeuillestrategie. In het geval van de EV-index verkrijgt men de waarde van de portefeuille die ontstaat door in de basisperiode een gelijk bedrag te investeren in alle opgenomen fondsen, waarna vervolgens telkens wanneer een uitkering op een fonds plaatsvond deze uitkering in datzelfde fonds wordt herbelegd. Hetzelfde geldt voor de AG-index, met dien verstande dat wordt uitgegaan van een basisportefeuille waarbij in de opgenomen fondsen wordt geïnvesteerd naar rato van het aantal uitstaande aandelen op dat moment 10). Het is juist vanwege deze herkenbaarheid dat ik pleit voor de AG-index en de EV-index. De beide TRA-indices hebben deze eigenschap niet en vallen daarom naar mijn mening af wanneer het erop aan komt uit de 4 theoretisch verantwoorde indices de beste alternatieven te kiezen.

Concluderend kan gesteld worden dat de aanbevelingen van Fase en Mourik grotendeels overeenstemmen met de in *Indices voor de Nederlandse aandelenmarkt* geformuleerde conclusies. In verband met de acceptatie van een eventueel alternatief voor de ANP-CBS-beursindices door een breder publiek dient naar mijn mening één belangrijke eigenschap toegevoegd te worden: herkenbaarheid. Op basis van deze eigenschap verdienen van de 4 indices die aan de meest elementaire theoretische eisen voldoen de EV-index en de AG-index de voorkeur omdat zij kunnen worden geassocieerd met een zogenaamde 'buy-and-hold'-strategie.

R.Th. Wijmenga

Verbonden aan de vakgroep Financiering en Belegging van de Erasmus Universiteit Rotterdam.

8) A.G.Z. Kemna, J.K. van Vliet en R.Th. Wijmenga, Een aandelenindex voor de optiebeurs, in: W.M. van den Bergh, P.H.A.M. Verhaegen en R.E. Wessels (red.), *Financiering en belegging, stand van zaken anno 1984*.

9) Wijmenga, *Indices voor de Nederlandse aandelenmarkt*, BEI-discussienota 8505, op. cit.

10) Daarmede introduceert men verouderende gewichten: na een aantal jaren zullen de oorspronkelijke gewichten van de fondsen in de index, ondanks het feit dat zij door de correctie voor uitkeringen in wezen aangepast worden, niet meer overeenkomen met de oorspronkelijke bedoeling van gelijk geïnvesteerde bedragen of investering naar rato van het aantal uitstaande aandelen. Dit nadeel is echter ook van toepassing op de padonafhankelijke TRA-index daar deze noodzakelijkerwijs weegt met vaste uit de basisperiode afkomstige gewichten (Wijmenga, *Indices voor de Nederlandse aandelenmarkt*, op. cit.). Dit impliceert dat van tijd tot tijd een herziening van de samenstelling van de index noodzakelijk zal zijn. Dit is echter voor alle indices onvermijdelijk, al was het maar doordat er regelmatig nieuwe fondsen worden geïntroduceerd en oude fondsen verdwijnen.

Tabel. Waarden per 28 december 1983 van enkele beursindices met als basis de stand per 4 januari 1978

Index	Waarde per 28-12-1983 (4-1-1978 = 100)
EV-index	209,7
AG-index	288,4
Ongewogen gemiddelde procenten koersen	199,4
TRA-ongewogen	170,7
TRA	269,9
ANP-CBS-algemeen	176,8
CBS-beurswaarde-index algemeen	189,2