

Beursindexcijfers (II)

De belangstelling voor beursindexcijfers is de laatste paar jaar sterk toegenomen. De bijdrage van Fase en Mourik past geheel in de lijn van op dit gebied verschenen publikaties. Gaarne maken wij van de mogelijkheid gebruik om enige opmerkingen bij deze bijdrage te maken.

In hun artikel worden de meest voorkomende, in de financiële praktijk gebruikte of in de Nederlandse wetenschappelijke literatuur ontwikkelde beursindexcijfers beschreven. Naast een inventarisatie vindt ook een beoordeling plaats aan de hand van een lijst met criteria. De vraag rijst wat men wil

beoordelen en welke criteria geschikt zijn. Fase en Mourik kiezen voor een beoordeling op grond van een aantal formele statistische criteria. Een index kan echter nog zo goed aan allerlei statistische eisen voldoen, maar desondanks een slechte beschrijving geven van het onderliggende proces. De belangrijkste vraag bij een index moet onzes inziens zijn: wat wenst men met behulp van indexcijfers weer te geven? De index die het beste daaraan voldoet, verdient de voorkeur. De vraag of dan wordt voldaan aan een of meer statistische eisen is van minder belang.

Een bekende vraag bij beursindex-

cijfers is b.v. of men 'stemming' of 'totale opbrengst' ('total return') wil weer geven. Men zal waarschijnlijk de grootheden stemming en total return niet met een en hetzelfde indexcijfer kunnen beschrijven. Fase en Mourik erkennen dat zelf ook. Zij schrijven dat er soms de voorkeur gegeven wordt aan een beschouwing vanuit de economische theorie. Dit noodzaakt dan volgens hen tot „expliciete erkenning dat de oogmerken van het in feite beschouwde indexcijfer doorslag moeten zijn bij de uiteindelijke evaluatie”. Desondanks gaan zij verder met het beoordelen van de indices aan de hand van 12 statistische eisen. Zij formuleren een soort van minimumtoets waaraan voldaan moet zijn alvorens de indices aan een nadere analyse worden onderworpen. In het licht van bovenstaande is het onzes inziens onjuist een dergelijk minitoets te hanteren, waarbij vervolgens de laagst scorende indices verder buiten beschouwing worden gelaten. Het zou best eens kunnen zijn dat de laagst scorende groep de beste indices bevat.

Een andere vraag is op welke praktische gronden aan weging, invariantie en padonafhankelijkheid een extra grote betekenis moet worden toegekend. Aan de eis van padonafhankelijkheid wordt niet voldaan indien dividenden en andere uitkeringen in de beschouwing worden betrokken. Toch is dit noodzakelijk voor het berekenen van een 'total return'-index.

Ten slotte willen we nog een opmerking maken aan het door Fase en Mourik gebezigde begrip 'buy and hold'-strategie. Zij wekken de suggestie dat bij weging met de beurswaarde op het basistijdstip sprake zou zijn van een 'buy and hold'-strategie (zie hun opmerkingen bij de EV-index en de TRA op blz. 115). Dit is onjuist. Stel op het basistijdstip zijn er twee fondsen, A en B, met beide een koers van 100. De beurswaarden van deze twee fondsen zijn in de basisperiode gelijk. Neem voorts aan dat in een periode t deze koersen resp. 50 en 200 zouden bedragen. Wil men in de onderliggende portefeuille de verhouding van de koerswaarde weer 1 op 1 laten zijn (zoals op het basistijdstip), dan vergt dit aanpassing door aankoop van aandelen van fonds A (het in koers gedaalde fonds) en verkoop van aandelen van fonds B (dat in koers is gestegen). Een groot voordeel van het wegen met de beurswaarde van ieder fonds aan het begin van ieder meetinterval is dat er *geen* aanpassingen nodig zijn. Het aantal aandelen in ieder fonds blijft – behoudens dividenden en kapitaalmutaties – constant.

**A.B. Dorsman
J. v.d. Hilst**

De auteurs zijn respectievelijk verbonden aan de leerstoelgroep Financiering van de Economische Faculteit van de Universiteit van Amsterdam en de vakgroep Ondernemingsfinanciering van de Katholieke Hogeschool Tilburg.

Naschrift

Eigenlijk bestaat er weinig noodzaak voor een weerwoord op de reactie van Wijmenga op onze inventarisatie en beoordeling van de Nederlandse beursindexcijfers. De reactie van Wijmenga betreft nl. niet zozeer ons stuk, maar gaat vooral over zijn eigen werk. Wijmenga kan blijkbaar ten volle instemmen met zowel onze analyse als de verkozen formele werkwijze. Hij verheugt zich over onze aandacht voor dit onderwerp en mitsdien voor één facet van zijn eigen werk. Wel vindt Wijmenga dat we nog iets meer hadden kunnen doen. Voorts meent hij dat onze weergave van de ANP-CBS-groepsindices onjuist is. Dit is een misvatting bij Wijmenga die wellicht een gevolg is geweest van een te haastig lezen van ons stuk. We laten dit punt van kritiek dan ook verder rusten.

Zijn overigens welwillend geschreven reactie gaat, gemengd met een vleugje verdiende trots op eigen werk, vergezeld van de aanbeveling om een grotere klasse van indexcijfers te beschouwen en herkenbaarheid als derdiende toetsingscriterium aan de door ons gebruikte twaalf toe te voegen. Wat het eerste betreft, mist Wijmenga de door hem voorgestelde AG-index. Deze is, zoals Wijmenga hierboven bevestigt, naar ons oordeel niet conceptueel verschillend van de CBS-beursindex. Om die reden kan toetsing niets nieuws opleveren buiten wat reeds besloten ligt in onze beoordeling van de beurswaarde-index. We hebben deze index dan ook laten rusten, maar menen met Wijmenga dat de door hem bepleite correctie voor uitkeringen de AG-index wellicht gunstig onderscheidt van de CBS-beurswaarde-index. Zijn classificatieschema levert niet meer dan een abstracte verzameling van indexcijfers op. Onze aandacht ging echter uit naar de voor Nederland gerealiseerde deelverzameling van deze verzameling.

Wat de herkenbaarheid betreft zou bij hantering van dit criterium, zo meent Wijmenga, zijn eigen EV-index nog beter scoren. Hij mist dit criterium bij ons. Vanzelfsprekend staat het een ieder vrij naar believen de lijst criteria uit te breiden. Zelf zouden wij echter nimmer een criterium durven voorstellen dat eigen werk zou bevoordelen. Ons stuk laat in elk geval zien dat wij in ons oordeel over de z.g. Fase-index onbarmhartig durven te zijn en geen neiging bezitten te gaan zoeken naar andere wellicht voordelige criteria. Op zich zelf bezien is dit echter geen overtuigend argument contra Wijmenga's oratio pro domo. Er zijn echter verschillende andere redenen waarom wij ons afvragen of Wijmenga's suggestie wel vruchtbaar is.

Ten eerste is herkenbaarheid een maatstaf van een geheel andere orde dan de door ons gebezigde twaalf criteria. Herkenbaarheid ligt naar ons

oordeel meer in de buurt van doelmatigheid. Deze invalshoek wordt in onze analyse erkend als belangrijk gezichtspunt. Wij hebben ons echter bewust willen beperken tot de formele statistische criteria om tot een soort minimum vereiste voor bruikbare beursindexcijfers te komen.

Ten tweede weten wij niet precies wat herkenbaarheid is. Wij vrezen dat dit kenmerk niet onafhankelijk is van het kennisniveau van de beschouwer, de bestaande traditie en het voorstellingsvermogen van het beurspubliek 1). Het staat wel vast dat zeker dit laatste zeer verscheiden is. Als formeel statistisch criterium lijkt de herkenbaarheid daarom minder aanbevelenswaardig, tenzij men deze in een scherp, bij voorkeur wiskundig, jasje weet te gieten. Dit doet Wijmenga vooralsnog niet.

Ten derde en ten slotte denken wij dat je een stuk moet beoordelen binnen het raamwerk dat onderzoekers op goede gronden en passend in een lange traditie binnen de leer van de indexcijfers wensen te kiezen. Herkenbaarheid lijkt dan geen hoge ogen te gooien, zoals de moderne axiomatische benadering in het leerstuk der indexcijfers ook illustreert. De vrees is zelfs gerechtvaardigd dat aanvaarding van Wijmenga's favoriete criterium eerder remmend dan aanmoedigend zou werken op het ontwikkelen van betere beursindexcijfers. Hiermede willen wij overigens per se geen afbreuk doen aan de goede kwaliteit van het werk van Wijmenga waarvan zijn reactie een samenvatting biedt en waarvoor hij – evenals wij overigens in ons stuk! – veelvuldig verwijst. Aanleiding tot een andere conclusie dan wij al trokken geeft Wijmenga's reactie naar ons oordeel echter niet.

De strekking van de reactie van Dorsman en Van der Hilst is in zoverre principieel anders dan die van Wijmenga dat deze aan de economische eisen een primaat willen geven boven de door ons beproefde statistische. Hun voornaamste overweging is dat een formeel statistisch bevredigend beursindexcijfer desalniettemin een slechte beschrijving zou kunnen bieden van het beschouwde economische proces. In onze opvatting zou een dergelijk indexcijfer, zoals we duidelijk hebben gesteld, echter ondoelmatig zijn. Wij presenteren daarom de formeel statistische criteria als minimumvoorwaarde – en dat is iets anders dan de *minitoets* waarvan Dorsman en Van der Hilst in hun reactie reppen! Deze statistische criteria vormen als het ware de eerste zeef die het indexcijfer dient te passeren. Uiteraard willen wij evenals onze opponenten Dorsman en

1) Illustratief is de nog steeds interessante discussie uit 1895 en 1897 door N.G. Pierson – tot 1895 achtereenvolgens President van De Nederlandsche Bank en eerste minister – over prijsindexcijfers en de koopkracht van goud opgenomen in *The Economic Journal*.