



De waarde van beleggingsadviezen

Auteur(s):

E.Y. Heydenrijk en A. Plantinga

De eerste auteur is werkzaam voor Finan Financial Analysis en is tevens partner van HEAP Consulting. De tweede auteur is werkzaam bij de Rijksuniversiteit Groningen en de Vrije Universiteit Amsterdam. Hij is tevens partner van HEAP Consulting.

Verschenen in:

ESB, 87e jaargang, nr. 4355, pagina 296, 12 april 2002

Rubriek:

Monitor

Trefwoord(en):

beleggingen

Mogelijke belangen-tegenstellingen binnen een financiële instelling tussen de afdeling onderzoek en de overige activiteiten kunnen de beleggingsadviezen van deze instellingen beïnvloeden.

Financiële analisten geven concrete adviezen aan beleggers over de aandelen die ze aan kunnen schaffen. Deze adviezen worden voor een deel gepubliceerd via internet, vakbladen en in op de consument gerichte financiële tijdschriften. Met name in de wetenschappelijke literatuur is vaak getwijfeld aan de waarde van dit soort adviezen. Ook in ESB is deze discussie gevoerd¹. Voor de individuele belegger is het van belang om te weten of er verschillen zijn tussen financiële instellingen ten aanzien van de kwaliteit van hun beleggingsadviezen. In dit artikel zullen de adviezen van een zestal adviseurs worden geanalyseerd en op hun waarde beoordeeld. We zullen hierbij niet alleen kijken naar het rendement dat met deze adviezen gemaakt zou kunnen worden, maar ook naar andere eigenschappen van de adviezen.

Eerder verricht onderzoek

In het verleden verrichte onderzoeken naar de kwaliteit van beleggingsadviezen geven een gemengd beeld. Een recent en grootschalig opgezet onderzoek is verricht door Barber en anderen². Zij vinden dat het rendement van de aandelen met de hoogste categorie aanbeveling 18,8 procent bedraagt op jaarbasis, terwijl het rendement van de aandelen met de laagste categorie aanbeveling slechts 5,78 procent bedraagt. Jaffe en Mahoney rapporteren dat het met het volgen van aanbevelingen uit openbare nieuwsbrieven van analisten niet mogelijk is om een passieve maatstaf te verslaan³. Laeven en Jacobsen laten zien dat de aanbevelingen van analisten die in het programma nova worden gepresenteerd niet in staat zijn om consistent de prestaties van de AEX te verslaan⁴.

De kwaliteit van de beleggingsadviezen kan beïnvloed worden door systematische verstoringen die te maken hebben met tegen-gestelde belangen binnen een adviserende instelling. Wanneer de analist deel uitmaakt van een instelling met activiteiten op het gebied van kredietverlening of aandelenemissies kan er vanuit deze andere activiteiten druk worden uitgeoefend om een gunstiger advies af te geven. Dit fenomeen is onderzocht door onder meer Michaely en Womack⁵. Zij concluderen dat de adviezen van instellingen met emissie-activiteiten systematisch positiever zijn dan die van instellingen zondere emissie-activiteiten. Een positieve aanbeveling van een onafhankelijke adviseur voor een onderneming die naar de beurs gebracht wordt, leidt gemiddeld tot een veel hoger rendement dan een positieve aanbeveling van een gebonden adviseur.

Dat de gemiddelde analist niet in staat is om aandelenrendementen te voorspellen, sluit echter niet uit dat er individuele analisten kunnen zijn die wel consistent in staat zijn om te voorspellen. In dat geval is de kunst uiteraard om op voorhand te bepalen welke analist in de toekomst goede adviezen zal geven.

De onderzochte adviezen

Voor dit onderzoek zijn we uitgegaan van de beleggingsadviezen zoals die wekelijks gepubliceerd worden in *Beursplein 5*. Het voordeel van het gebruik van dergelijke adviezen is dat deze toegankelijk zijn voor alle beleggers. *Beursplein 5* geeft een overzicht van de beleggingsadviezen van zes representatieve adviseurs, namelijk ABN AMRO, Delta Lloyd, Van der Hoop Effectenbank, ING Barings, Insinger en sinds medio 2001 ook IRIS. Volgens de toelichting in *Beursplein 5* luiden de adviezen in relatieve termen, hetgeen wil zeggen dat een positief oordeel van de analist betekent dat hij of zij verwacht dat dit aandeel beter dan de AEX zal presteren. De aanbevelingen zijn geïnclassificeerd in zes klassen, namelijk 'strong sell', 'sell', 'hold', 'buy', 'strong buy' en 'no recommendation'.

In [tabel 1](#) is weergegeven hoe vaak een analist een bepaalde aanbeveling heeft afgegeven. Omdat de aanbevelingen van week tot week bijna niet veranderen, kijken we alleen naar een wijziging in het advies. Daartoe hebben we allereerst de aanbeveling in het eerste nummer van *Beursplein 5* genomen. Vervolgens hebben we iedere wijziging in een advies als een nieuw advies geïnterpreteerd en meegeteld in [tabel 1](#).

Tabel 1. Aantal keren dat adviseurs specifieke beleggingsadviezen hebben afgegeven

	ABN AMRO	Delta Lloyd	Van der Hoop	ING Barings	Insinger	IRIS	totaal
strong buy	15	4	7	1	9	0	36
buy	9	13	8	20	10	18	78
hold	16	25	12	31	17	37	128
sell	4	2	2	6	8	10	32
strong sell	0	0	2	0	2	0	4
total recommendations	44	44	31	58	46	65	278
no recommendation	12	6	15	8	13	3	57

Uit deze tabel kan worden afgeleid dat analisten over het algemeen geen of weinig 'sell' aanbevelingen afgeven. In het afgelopen jaar zijn er slechts vier 'strong sell'-aanbevelingen afgegeven door Van der Hoop en door Insinger. Verder worden er per jaar gemiddeld zo'n twee tot drie aanbevelingen per onderneming afgegeven, hetgeen impliceert dat een aanbeveling een gemiddelde levensduur van vier tot zes maanden heeft.

In [tabel 2](#) zijn andere karakteristieken van de adviezen in kaart gebracht. De eerste kolom geeft de mate aan waarin de adviseur optimistisch of pessimistisch is. Dit is gemeten door de adviezen in te delen op een schaal van -2 ('strong sell') tot +2 ('strong buy'), en vervolgens de gemiddelde score te bepalen. Een 'hold' advies en een 'no recommendation' krijgen op deze schaal een score gelijk aan nul. Wanneer het gemiddelde groter dan nul is, dan zijn de adviezen gemiddeld genomen optimistisch. Is het gemiddelde kleiner dan nul, dan zijn de adviezen pessimistisch. Uit deze berekening blijkt dat alle adviezen optimistisch zijn, en die van ABN AMRO het meest. De adviezen van IRIS zijn het meest neutraal.

Tabel 2. Karakter van de aanbevelingen

meest optimistische analist		meest actieve analist		meest uitgesproken analist	
1. ABN AMRO	(0,7436)	1. IRIS	(65)	1. ABN AMRO	(2,3564)
2. Delta Lloyd	(0,4356)	2. ING Barings	(58)	2. Van der Hoop	(1,5963)
3. Van der Hoop	(0,3450)	3. Insinger	(46)	3. Insinger	(1,2525)
4. Insinger	(0,1634)	4. ABN AMRO	(44)	4. Delta Lloyd	(0,6133)
5. ING Barings	(0,1619)	Delta Lloyd	(44)	5. ING Barings	(0,1092)
6. IRIS	(0,0472)	6. Van der Hoop	(31)	6. IRIS	(0,0655)

In de tweede kolom staat het aantal afgegeven adviezen per adviseur in 2001. Hieruit blijkt dat IRIS het meest actief is - zeker ook gelet op het feit dat IRIS pas sinds medio 2001 aan de publicatie in *Beursplein 5* meedoet. Het minst actief is Van der Hoop Effectenbank, die slechts 31 adviezen heeft afgegeven. De derde kolom geeft de sterkte van de visie. Een analist die uitsluitend 'hold' aanbevelingen afgeeft is voor een belegger minder duidelijk dan een analist die veel 'strong buys' en 'strong sells' afgeeft. Dit is gemeten als de standaarddeviatie van de toegekende score op basis van de schaal van -2 tot +2. Op basis van dit criterium is ABN AMRO de meest uitgesproken analist.

Het feit dat ABN AMRO als meest optimistische adviseur uit de bus komt, zou te maken kunnen hebben met de reeds eerder beschreven belangentegenstellingen. Als grootste bank van Nederland heeft ABN AMRO veel beursfondsen als klant of als potentiële klant. Daarnaast is ABN AMRO ook actief bij de begeleiding van emissies. Opvallend is ook de extreme posities die IRIS steeds inneemt in de ranglijsten. Dit komt omdat IRIS haar adviezen construeert op basis van de consensus van de overige adviseurs in de markt welke worden gecorrigeerd voor de optimisme-bias. Doordat de aanbeveling van IRIS een gemiddelde is van de overige aanbevelingen, vallen de extreme adviezen tegen elkaar weg, en scoort IRIS dus laag op de schaal van het hebben van een uitgesproken mening.

Metten van de kwaliteit

We metten de voorspelkwaliteit van de beleggingsadviezen ten aanzien van de toekomstige outperformance van de onderliggende aandelen. Hiervoor gebruiken we de covariantie tussen de adviezen en de outperformance ten opzichte van het gemiddelde rendement in een periode. De covariantie maatstaf is geïnspireerd op Grinblatt en Titman ⁶. In dit onderzoek bestuderen we de covariantie tussen de tijdreeks van adviezen en die van het succesievelijke rendement voor ieder aandeel. Vervolgens sommeren we de covariantie over alle individuele aandelen in het universum, hetgeen leidt tot de totale covariantie.

De covariantie kan in overeenstemming met bovengenoemd onderzoek worden geïnterpreteerd als het extra rendement dat verkregen wordt door het volgen van de adviezen van de betreffende adviseur. Het extra rendement dat een individuele belegger kan behalen hangt sterk af van de mate waarin de belegger bereid is om de adviezen te volgen. De lengte van de periode voor het meten van het rendement na het afgeven van een advies is een belangrijke keuze. Aangezien onze analyse zich beperkt tot 2001, hebben we gekozen voor een periode van vier weken.

[tabel 3](#) geeft de uitkomsten van de covariantie tussen de aanbeveling en het daarop volgende rendement. De adviezen van Insinger zijn het meest waardevol, terwijl de adviezen van IRIS de minste waarde hebben. Geen van beide uitkomsten is statistisch significant. Niettemin zou het volgen van de aanbevelingen in de betrokken periode tot een hoger rendement hebben geleid dan op basis van het ongewogen rendement van de AEX. Onze conclusies hebben betrekking op de voorspelkwaliteiten op korte termijn. Mogelijkerwijs zouden aanbevelingen voor een langere termijn toch waarde kunnen hebben. Dit lijkt een zinvolle benadering voor verder onderzoek.

Tabel 3. De kwaliteit van beleggings-adviezen als voorspeller van de toekomstige rendementen. Een positieve uitkomst betekent dat de adviezen van de betreffende analist voorspellende waarde hebben. Een negatieve uitkomst betekent dat de adviezen geen waarde hebben of tegengesteld moeten worden opgevat

	$cov(A_t, R_{t,t+1})$	rang
ABN AMRO	- 0,0127	(3)
Delta Lloyd	0,0066	(2)
ING Barings	- 0,0217	(5)
Insinger	0,0089	(1)
IRIS	- 0,0259	(6)
Van der Hoop	- 0,0147	(4)

Conclusies

In dit onderzoek hebben we de kwaliteit van de adviezen van een zestal Nederlandse financiële instellingen onderzocht. Hiertoe hebben we gekeken naar de mate waarin de adviezen in staat zijn om in de vier weken na het afgeven van een advies het rendement te voorspellen. Geen van de adviseurs heeft een statistisch significante voorspelkwaliteiten. Verder zijn slechts twee adviseurs er in geslaagd om een positieve score te behalen. Het onderzoek sluit echter niet uit dat de beleggingsadviezen op de wat langere termijn (kwartaal tot jaarbasis) wel voorspelkwaliteiten hebben.

De beleggingsadviezen kenmerken zich verder door een sterke mate van optimisme dat in het jaar 2001 zeker niet gerechtvaardigd was. Dit optimisme wordt in de literatuur toegeschreven aan de mogelijke belangentegenstellingen die er binnen een financiële instelling kunnen zijn tussen de afdeling research en de overige activiteiten. Het feit dat ABN AMRO als instelling met de grootste activiteiten op het gebied van aandelenemissies tevens de meest positieve adviezen afgeeft, lijkt een bevestiging van dit vermoeden.

Aangezien de enige aanbevelingen met waarde afkomstig waren van kleinere instellingen met relatief geringe belangen in het emissiebedrijf en kredietverlening, lijkt het raadzaam dat beleggers kiezen voor een onafhankelijke beleggingsadviseur

1 Zie R. Laeven en B. Jacobsen, [Wat zijn beleggingsanalisten waard?](#), *ESB*, 5 januari 2001, blz. 11-13.

2 B. Barber, R. Lehavy, M. McNichols en B. Trueman, Can investors profit from the prophets? Security analyst recommendations and stocks returns, *Journal of Finance*, jrg. 56, nr. 2, 2001, blz. 531-563.

3 J.F. Jaffe en J.M. Mahoney, The performance of investment newsletters, *Journal of Financial Economics*, jrg. 53, nr. 2, 1999, blz. 289-307.

4 Zie noot 1.

5 R. Michaely en K.L. Womack, Conflict of interest and the credibility of underwriter security analyst recommendations, *The Review of Financial Services*, jrg. 12, nr. 4, 1999, blz. 653-686.

6 M. Grinblatt en S. Titman, Performance measurement without benchmarks: an examination of mutual fund returns, *Journal of Business*, jrg. 66, nr. 1, 1993, blz. 47-68.