

De nieuwe CBS-stemmingsindex gewogen

In 1875 besloot men bij de Meterconventie de platina meter te Sèvres, een voorstad van Parijs, als standaard te aanvaarden. Deze maat, aan het eind van de 18e eeuw door de sterrenwacht van Parijs berekend, maakte een eind aan de oude lengtematen zoals de roede, de el, de duim en de voet, die vaak per stad of per landstreek nog weer verschilden. Zo had alleen Nederland al tachtig verschillende roeden in gebruik die onderverdeeld waren in 10, 12, 13, 14, 15, 16, 18 of 20 voet. Ook de voeten waren niet gelijk in lengte en bestonden uit 10, 11, 12 of 13 duim 1). Na invoering van de standaardmeter is deze lengtemaat internationaal als maatstaf aanvaard waardoor goederen en dus ook prijzen beter vergelijkbaar zijn geworden.

De eenheid die er nu internationaal voor vele maateenheden zoals de meter bestaat, is op beursindexgebied nog ver te zoeken. Hoewel beursindices veel moeilijker te definiëren zijn dan lengtematen is het jammer dat er tot nu toe geen internationale afspraken op dit gebied tot stand zijn gekomen. De constructie van de indices verschilt daarvoor per land. Voor Nederland worden al geruime tijd drie beursindices berekend, te weten:

- de ANP-CBS-beursindex die de stemming op de Amsterdamse beurs probeert te weerspiegelen. Deze zal onder enige tijd worden vervangen door de in het najaar van 1986 door het CBS geïntroduceerde nieuwe stemmingsindex 2);
- de CBS-beurswaarde-index die de ontwikkeling van de som van beurswaarden van de aandelen van de couranten fondsen weergeeft;
- de in Nederland minder bekende maar internationaal veel gebruikte Capital International-index 3).

Over 1986 laten deze indices een uiteenlopende ontwikkeling zien (zie tabel 1). Deze verschillen worden veroorzaakt door de wijze van samenstelling van de diverse indices: de fondsselectie en de methode van weging. Voor diegene die de performance

van zijn Nederlandse beleggingen wil afmeten aan de ontwikkeling van de Nederlandse beurs is het echter een lastig probleem. Men kan bij een rendement van nul procent evengoed beweren dat men het beter als dat men het slechter gedaan heeft dan de Amsterdamse beurs. In feite zou men bij performancevergelijking de ANP-CBS-index en de nieuwe CBS-index niet mogen betrekken, daar het beide stemmingsindices zijn. Het probleem is echter dat de ANP-CBS-index internationaal zeer bekend is en over een lange reeks van jaren beschikbaar. De als opvolger van deze index geïntroduceerde stemmingsindex roept daarom de nodige vragen op.

Over de Nederlandse beursindices is in de loop der jaren een groot aantal artikelen verschenen. Door onder andere Corver en Out 4) en Boeschoten en Fase 5) is gesteld dat de ANP-CBS-index niet ideaal is. Door Dorsman en Van der Hilst 6) is een nieuwe marktindex – de Tilburg-Amsterdam-Marktindex (TAM) – als alternatief voorgesteld. Wijmenga laat in een reactie daarop zien dat bij het kiezen van een andere index voorzichtigheid is geboden 7). Volgens deze auteur voldoet de TAM-index niet aan twee wezenlijke criteria. De twee door Kemna e.a. 8) voorgestelde Tilburg-Rotterdam-Amsterdam-indices voldoen volgens hem wel aan de noodzakelijke criteria evenals de aan de Erasmus Universiteit ontwikkelde Aandelen-Gewogen-index en Evenveel-Vermogen-index 9). Uit de laatste vier zou volgens Wijmenga moeten worden gekozen bij eventuele vervanging van de bestaande CBS-indices. Onlangs is door Fase en Mourik 10) een inventarisatie van de bestaande en alternatieve beursindices voor Nederland gemaakt. Op basis van twaalf criteria worden door deze auteurs 14 indices met elkaar vergeleken. Zij concluderen o.a. dat een ideale index niet bestaat en dat het doel waarvoor de index gebruikt wordt doorslaggevend moet zijn bij de beoordeling.

Ondanks verschillen in inzicht be-

ESB

Rubrieken

treffende de criteria waaraan een beursindex zou moeten voldoen zijn alle auteurs het eens over het feit dat de bestaande CBS-indices aan vervanging toe zijn. In dit artikel zullen allereerst de eigenschappen van de oude en nieuwe stemmingsindex worden besproken. Vervolgens wordt een beoordeling gegeven van de nieuwe stemmingsindex. Tot slot worden enkele suggesties gedaan voor de samenstelling van een rendementsindex.

Eigenschappen

De oude ANP-CBS-index is gebaseerd op aandelen die in zes groepen zijn onderverdeeld. Voor elke groep wordt een indexcijfer berekend (basisjaar 1970) als ongewogen gemiddelde van de bijbehorende aandelenprijzen als percentage van hun nominale waarde. (Daar de index vroeger met de hand werd berekend, worden kapitaalwijzigingen zoals stockdividend en nieuwe emissies niet verwerkt.) De totale algemene index wordt berekend

- 1) A.J. Daub, *Meten met maten*, De Walburgers, Zutphen, 1974.
- 2) *De CBS-stemmingsindex voor aandelen*, CBS, Voorburg, 1986.
- 3) N. Sikorsky, The origin and construction of the Capital International indices, *The Columbia Journal of World business*, jg. 17, nr. 2, zomer 1982. Deze index wordt berekend door het rekenkundig gemiddelde te bepalen van de beurswaarde-ontwikkeling van 22 doorlopend verhandelbare, voor Nederland representatief geachte fondsen. Per 30 september 1986 vertegenwoordigden de in deze index opgenomen ondernemingen 80% van de marktkapitalisatie op de Amsterdamse beurs.
- 4) R. Corver en B. Out, Beursindexcijfers, *Bank-en Effectenbedrijf*, september 1980, blz. 241.
- 5) W.C. Boeschoten en M.M.G. Fase, De groepsindeling van de ANP-CBS-beursindex nader bezien, *ESB*, 29 juli 1981, blz. 724.
- 6) A.B. Dorsman en J. van der Hilst, Een nieuwe marktindex voor aandelen, *ESB*, 16 mei 1984, blz. 452.
- 7) R.Th. Wijmenga, Nogmaals: bruikbaarheid marktindices van de Amsterdamse effectenbeurs, *VBA Journaal*, 1985, blz. 9.
- 8) A.G.Z. Kemna, J.K. van Vliet en R. Th. Wijmenga, Een nieuwe marktindex voor aandelen, *ESB*, 7 november 1984, blz. 1058.
- 9) R. Th. Wijmenga, Indices voor de aandelenmarkt, *Finbeeldag 1985*, in: W.M. van den Bergh, P.H.A.M. Verhaegen en R.E. Wessels, *Financiering en beleggingen: stand van zaken anno 1985*.
- 10) M.M.G. Fase en T.J. Mourik, Beursindexcijfers voor Nederland. Inventarisatie en beoordeling, *ESB*, 29 januari 1986, blz. 112.

Tabel 1. Ontwikkeling van de Nederlandse beursindexcijfers

	ANP-CBS-index	CBS-Stemmings-index	CBS-beurswaarde-index	CI-index
Ultimo 1985	255,6	143,3	270,7	239,3
Ultimo 1986	278,4	138,4	286,4	257,1
Verandering (%)	8,9	-3,4	5,8	7,4

door de zes groepsindices na vermenigvuldiging met een wegingsfactor op te tellen. De wegingsfactor is gedefinieerd als de omzet van aandelen per groep ten opzichte van de totale omzet van alle in de index opgenomen aandelen.

Belangrijke bezwaren tegen de oude ANP-CBS-index zijn:

- aandelen waarvan de prijs ten opzichte van de — weinig relevante nominale waarde hoog is, bezitten binnen hun groep een groter gewicht dan aandelen met een relatief lage prijs;
- de wegingsfactoren van de groepsindices (van 1970) geven geen goed beeld van de huidige beursituatie;
- banken en verzekeringsmaatschappijen zijn ondervertegenwoordigd;
- de index is niet geschikt voor rendementsanalyses op langere termijn door de wegingsprocedure en door de wijze waarop contante uitkeringen worden verwerkt.

De nieuwe CBS-stemmingsindex is samengesteld uit de 34 aandelen die doorlopend zijn genoteerd. Dit zijn alle hoofdfondsen, met uitzondering van de beleggingsinstellingen en de houdstermaatschappijen. De index heeft 1984 als basisjaar en wordt elk jaar bijgesteld. Om de index te berekenen wordt eerst van elk aandeel een individuele index bepaald door de laatste koers uit te drukken als percentage van de koers op het basistijdstip. (Dit is nu 1 januari 1985.) Vervolgens wordt de algemene index berekend door de ongewogen som van de individuele indices te bepalen. Naast de algemene stemmingsindex zijn er twee groepsindices: één voor de internationals en één voor de doorlopend verhandelde lokale fondsen. Deze laatste groep is te verdelen in twee subindices, te weten de financiële en niet-financiële fondsen. Voorts zijn deze groepen verder onderverdeeld in de volgende indices: industrie (14 aandelen), transport/opslag (4 aandelen), verzekeringen (4 aandelen) en banken (3 aandelen). Voor kapitaalmutaties, zoals splitsing van aandelen en emissies met voorkeursrecht, wordt de index gecorrigeerd. Ook zal de index worden gecorrigeerd bij veranderingen in de samenstelling van de doorlopend verhandelbare fondsen, zoals bij voorbeeld vorig jaar toen Volker Stevin en de Westland Utrecht Hypotheekbank verdwenen en een aantal fondsen als Bols, KNP en Stork werden toegevoegd. Er worden echter geen correcties uitgevoerd voor dividenduitkeringen. In plaats daarvan wordt, wanneer een dividenduitkering plaatsvindt, éénmalig een correctiefactor gepubliceerd. Deze biedt de mogelijkheid de negatieve invloed van het dividend op de index te beoordelen.

Beoordeling

De nieuwe CBS-stemmingsindex is duidelijk een verbetering ten opzichte van de bestaande ANP-CBS-index. Bijna alle bezwaren die de oude index bezit worden verholpen. Het nominale waarde-effect bestaat niet meer, de index is up-to-date en de banken- en verzekeringssector is beter vertegenwoordigd. Ook de vreemde wegingsmethodiek van de oude index is verlaten. De nieuwe index simuleert de investering van een gelijke som geld in de betrokken fondsen. Of, anders gezegd, de stemmingsindex geeft de gemiddelde procentuele verandering van de aandelenprijzen weer. In dit opzicht vertoont de index overeenkomst met Wijmenga's Evenveel-Vermogen-index. Alhoewel een ongewogen index het nadeel heeft dat deze geen rekening houdt met de beurswaarde van de afzonderlijke fondsen wordt bij een ongewogen index voorkomen dat Koninklijke Olie en Unilever de index domineren. Voor een stemmingsindex van de Nederlandse beurs is dit geen slechte oplossing.

Ook de jaarlijkse bijstelling van de index is positief te beoordelen. Hierdoor wordt voorkomen dat sterk groeiende aandelen een te zwaar gewicht in de index zouden krijgen. Het feit dat een indexcijfer ook bij de opening en het slot van de beurs wordt berekend (en niet zoals bij de oude alleen halverwege de beurs) geeft de investeerder de mogelijkheid om prijsvergelijkingen met individuele fondsen uit te voeren. Het is jammer dat de subindex 'handel' is verdwenen, maar wel begrijpelijk, daar een subindex die uit slechts twee fondsen bestaat zinloos zou zijn. Verassend is daarom dat de financiële subindex is onderverdeeld in de subindices 'banken' en 'verzekeringen', die elk maar uit een paar aandelen bestaan. Net als de oude index is de nieuwe subindex 'industrie' weinig homogeen. Er is een aantal zeer van elkaar verschillende bedrijven in opgenomen, zoals Bols, Elsevier en andere. Alhoewel een gedetailleerder verdeling van deze index moeilijk lijkt vanwege het beperkte aantal aandelen in deze subindex (namelijk 14), zou een verdeling in basisindustrie en meer op de consument georiënteerde bedrijven een verbetering betekenen. In dat geval kunnen de nu niet in de subindices verwerkte fondsen Ahold en HBG ook worden opgenomen.

Zoals eerder is opgemerkt worden geen correcties uitgevoerd voor contante dividendbetalingen. Wel wordt een correctiefactor gepubliceerd. Deze factor wordt berekend door het contante dividend te vermenigvuldigen met de individuele index van het betreffende aandeel. Wanneer deze factor steeds zou worden opgeteld bij de individuele index — hiermee wordt in feite gesimuleerd dat dividenden weer in het betreffende fonds worden geïnvesteerd — dan zouden fondsen die

contant dividend betalen op dezelfde wijze worden behandeld als fondsen met een ander uitkeringsbeleid. De index zou dan ook geschikt zijn voor performancevergelijking.

Zoals gezegd wordt de nieuwe index elk jaar bijgesteld. Dit houdt in dat de basisdatum elk jaar verschuift. Deze bijstelling veroorzaakt een discontinuïteit in het indexcijfer bij elke jaarwisseling. Dit is niet nodig. Door de index te berekenen met een basiswaarde gelijk aan het ultimocijfer zou deze discontinuïteit verdwijnen.

Conclusies en aanbevelingen

In Nederland bestaat kennelijk behoefte aan een beursindex die de stemming weergeeft en aan een index die geschikt is als maatstaf voor portefeuillebeheer, berekeningen van beleggingsrisico enz. In het navolgende zullen enkele suggesties voor de constructie van een stemmingsindex worden gegeven, gevolgd door overwegingen voor het opstellen van een rendementsindex.

Een stemmingsindex zou die factoren moeten bevatten die de stemming op de beurs weergegeven. Prijsontwikkeling van de fondsen van dag tot dag is slechts één factor. Andere factoren zijn het aantal aandelen dat wordt omgezet en de prijsfluctuaties.

Hoewel de prijsontwikkeling van de fondsen op aanvaardbare wijze in de stemmingsindex is verwerkt, is het jammer dat géén van de andere factoren in de nieuwe CBS-stemmingsindex tot uitdrukking komt. Het CBS heeft wel overwogen om de omzet, die een belangrijke stemmingsindicator is, als variabele mee te nemen. Doordat de registratie van omzetcijfers nog niet geautomatiseerd is, is het echter moeilijk de omzet bij de berekening van de stemmingsindex te betrekken. De vraag is of het niet verstandig was geweest om met de introductie van een stemmingsindex te wachten tot de automatisering van de beurs ver genoeg was gevorderd.

Belangrijke eisen waaraan een rendementsindex zou moeten voldoen zijn die van padonafhankelijkheid, invariantie, evenredigheid en weging 11). Daarnaast zijn voor de gebruiker de volgende criteria van belang:

- doorzichtigheid en eenvoud;
- de mogelijkheid om de index over een langere periode te berekenen, zodat performancevergelijkingen mogelijk zijn.

Zodra men de variabele beurskapitalisatie bij het berekenen van de index gaat betrekken, zoals bij andere indices wel is voorgesteld, dan is het dominerende karakter van Koninklijke Olie

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

en Unilever een probleem. Bij performancevergelijkingen zou dan de performance ten opzichte van deze beide fondsen worden gemeten, terwijl bij het berekenen van een risicofactor het risico voornamelijk ten opzichte van Koninklijke Olie en Unilever bepaald zou worden. Kennelijk zijn meer criteria vereist dan de bovengenoemde.

Twee criteria die met name in een klein land als Nederland van belang zijn, zijn tot nu toe in de literatuur niet nadrukkelijk genoemd. Het eerste is het dominantiecriterium: in hoeverre is het toelaatbaar dat slechts enkele fondsen de index domineren? Men kan zich daarom afvragen of voor Nederland een index geschikt is waarin grote internationaal opererende ondernemingen een groot gewicht hebben. Het tweede criterium is dat van plaatsgebondenheid. Kan bij voorbeeld een internationaal fonds als Koninklijke Olie, waarin de omzetten op de beurzen in New York en Amsterdam ongeveer even groot zijn en dat ook druk wordt

verhandeld in Londen, met zijn volledige beurskapitalisatie aan Amsterdam worden toegerekend? Men zou dit kunnen oplossen door slecht een deel van de beurskapitalisatie van de internationaal verhandelbare fondsen aan de Nederlandse beursindex toe te delen. Dit deel kan men, rekening houdend met dat deel van de aandelen dat in vaste handen is, baseren op de verhouding van de omzet in Nederland ten opzichte van die in het buitenland. In ieder geval lijkt het raadzaam dat het CBS bij het ontwerpen van een nieuwe rendementsindex rekening te houden met wat internationaal, met name binnen Europa, wenselijk is. Gezien de steeds verdergaande internationalisatie van de handel in effecten lijkt een internationale conventie op dit gebied geen overbodige luxe.

J.G. Smit

De auteur is medewerker beleggingsonderzoek bij de ABN. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven.