

De kwaliteit van beleggingsadviezen

Mede als gevolg van de algemene koersstijgingen van de afgelopen jaren is met name de particuliere belangstelling voor het beleggen in aandelen sterk toegenomen. Vaak maken niet-professionele beleggers gebruik van de inzichten van beleggingsadviseurs om tot aanden verkoopbeslissingen te komen. Met name beleggingsbladen zoals *Beleggers Belangen* en de *Financiële Koerier* en de beleggingsrubrieken in weekbladen zoals *Elseviers Magazine* staan daardoor weer volop in de belangstelling. Men kan zich echter afvragen wat de waarde van dergelijke wekelijks gepubliceerde beleggingsadviezen is. In dit artikel bespreekt de auteur de resultaten van een onderzoek dat hij daarnaar heeft ingesteld.

DR. R.Th. WIJMENGA*

Ten einde de vraag naar de waarde van gepubliceerde beleggingsadviezen te beantwoorden zou men moeten nagaan of deze adviezen buitengewoon rendement opleveren. Het probleem dat zich bij het beantwoorden van deze laatste vraag voordoet is echter dat voorshands niet duidelijk is welk gedeelte van een gerealiseerd rendement als gewoon kan worden aangemerkt. In het eerste deel van deze bijdrage zal daarom de vraag naar een vanuit financierings-theoretisch oogpunt verantwoorde definitie van gewoon rendement worden beantwoord. In het tweede deel zal de ontwikkelde methode voor het definiëren van gewoon rendement worden toegepast op de beleggingsadviezen zoals die in de periode 1978-1983 wekelijks werden gepubliceerd in *Beleggers Belangen*, *Elseviers Magazine* en de *Financiële Koerier*.

Buitengewoon rendement

Index als vergelijkingsmaatstaf

De eenvoudigste methode om het buitengewoon rendement van een portefeuillestrategie te definiëren vergelijkt het daarmee behaalde rendement met het rendement op een beursindex. Hoewel deze werkwijze vanwege haar eenvoud praktisch aantrekkelijk is, kleven er grote bezwaren aan. In de eerste plaats wordt in de financieringsliteratuur algemeen verondersteld dat van aandelen een hoger rendement geëist wordt naarmate zij riskanter zijn. In dat geval mag men mogelijke verschillen in risicograad tussen de gehanteerde marktindex en de te beoordelen portefeuillestrategie niet zonder meer negeren. Een voorbeeld maakt dit duidelijk: wanneer een beleggingsadviseur voortdurend zeer riskante aandelen zou aanraden zal het opvolgen van deze adviezen (gemiddeld) een hoger rendement opleveren dan de minder riskante beursindex. Het verschil in rendement is echter geenszins toe te schrijven aan de kwaliteiten van de adviseur; het is mogelijk slechts een redelijke compensatie voor het extra risico van de geadviseerde fondsen en mag daarom niet zonder meer als buitengewoon worden aangemerkt.

In de tweede plaats doen zich ook praktische problemen voor wanneer men het met een beleggingsstrategie behaalde rendement wil vergelijken met het rendement op een index. Zo werd eerder in dit blad geschreven over de

keuze van een daarvoor geschikte index 1). Hoewel onderzoekers het erover eens zijn dat de oude ANP-CBS-indices daarvoor ongeschikt zijn omdat bij de berekening ervan dividenden in feite genegeerd worden, is vooralsnog geen algemeen aanvaard alternatief voorhanden. Dit zou geen bezwaar hoeven te zijn wanneer het vergelijken van een beleggingsstrategie met een index voor verschillende indices vrijwel gelijke resultaten zou opleveren. Dit is echter beslist niet het geval. Om dat te illustreren heb ik in een grafiek het buitengewoon rendement weergegeven dat zou resulteren bij het opvolgen van de wekelijkse koopadviezen in het blad *Beleggers Belangen* in de periode 1980-1983.

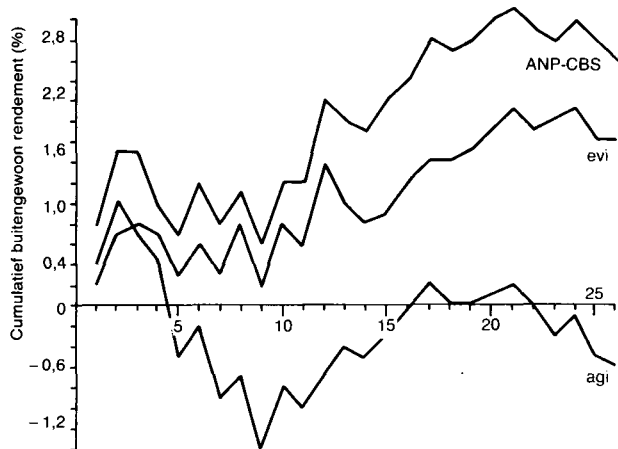
Daarbij is het buitengewoon rendement gedefinieerd ten opzichte van de ANP-CBS-index en ten opzichte van twee wel voor dividend gecorrigeerde indices: de evenveel vermogen index (evi) en de naar aantallen aandelen gewogen index (agi). De evi ontstaat door in de basisperiode in alle fondsen waarvoor ik over weekgegevens beschikte (114) een gelijk bedrag te investeren. Eventuele latere uitkeringen zoals dividend worden bij het berekenen van de evi hypothetisch herbelegd in het fonds waarop zij plaatsvonden. De agi is vergelijkbaar met de evi met dien verstande dat daarin de fondsen zijn opgenomen naar rato van hun relatieve beurswaarde in de uitgangperiode.

Figuur 1 laat duidelijk zien dat de adviezen van *Beleggers Belangen* ten opzichte van de evi en de ANP-CBS index een positief 'buitengewoon' rendement en ten opzichte van de agi een negatief 'buitengewoon' rende-

* De auteur is universitair docent bij de vakgroep Financiering en Belegging van de Erasmus Universiteit Rotterdam. Met dank aan drs. W.G.P.M. Hallerbach en drs. J. van den Meulen voor hun commentaar op een eerdere versie van dit artikel.

1) In mijn proefschrift ga ik uitgebreid in op de vraag naar een geschikt alternatief voor de ANP-CBS beursindices. In het kader van dit artikel wil ik die materie hier laten rusten. Ik wil volstaan met de verwijzing naar de discussie hieromtrent in *ESB*: A.B. Dorsman en J. van der Hilst, een nieuwe marktindex voor aandelen, *ESB*, 16 mei 1984; A.G.Z. Kemna, J.K. van Vliet en R.Th. Wijmenga, *ESB*, 7 november 1984; M.M.G. Fase en T.J. Mourik, Beursindexcijfers voor Nederland, *ESB*, 29 januari 1986 en R.Th. Wijmenga, Beursindexcijfers, *ESB*, 12 maart 1986.

Figuur 1. Het buitengewoon rendement per advies van Beleggers Belangen t.o.v. 3 indices, voor de periode 1980 - 1983.



ment opleveren. Dit illustreert duidelijk de praktische bezwaren van het hanteren van een index bij het beoordelen van portefeuille-strategieën; het behaalde resultaat hangt sterk af van de indexkeuze.

Het marktmodel

De bekendste methode die bij het definiëren van buitengewoon rendement wél rekening houdt met het risiconiveau van de bestudeerde portefeuillestrategie is gebaseerd op het 'capital asset pricing model.' De geschatte 'securities market line' van dit in de financieringstheorie veelvuldig gehanteerde model werd vaak gebruikt om buitengewoon rendement te definiëren. Roll toonde aan dat deze tot dan toe algemeen aanvaarde en gehanteerde werkwijze volkomen onjuist is 2). Na Rolls kritiek wordt veelal het marktmodel gehanteerd om tot een definitie van buitengewoon rendement te komen.

Met behulp van dit in wezen zeer eenvoudige (regressie)model worden zowel marktbevingen als fondsspecifieke rendementseisen opgenomen in de definitie van gewoon rendement:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{it} \quad (1)$$

waarbij:

R_{it} = het rendement van fonds i in periode t ;

α_i = het fondsspecifieke deel van het 'gewoon' rendement;

R_{mt} = het rendement van een marktindex in periode t ;

$\beta_i R_{mt}$ = het met algemene marktbevingen samenhangende deel van het 'gewoon' rendement van fonds i in periode t ;

e_{it} = het buitengewoon rendement van fonds i in periode t .

Bij het berekenen van het buitengewoon rendement e_{it} wordt een 'onverdachte' controleperiode gehanteerd om tot schattingen voor α_i en β_i te komen. Het voordeel van het marktmodel is dat fondsspecifieke rendementseisen, om welke reden dan ook gesteld, tot uitdrukking zullen komen in de controleperiode en dus in de schatting van α_i . Op dezelfde wijze komt de gevoeligheid voor algemene rendementsbevingen middels de term $\beta_i R_{mt}$ tot uitdrukking. Dit impliceert overigens, dat de analyse van residuen e_{it} van het marktmodel slechts geschikt is voor het beoordelen van de mate, waarin de onderzochte adviseurs in staat zijn meer dan 'gewoon' renderende fondsen aan te wijzen (het zogenaamde 'stock-picking'). Buitengewoon rendement dat mogelijk optreedt door een goede 'timing' (kopen voor een algemene koersstijging en verkopen voor een algemene koersdaling) wordt bij deze analyse niet signaleerd.

Voorts dient opgemerkt te worden, dat bij het formuleren

van een toetsingsgrootheid op basis van de e_{it} in wezen verondersteld wordt dat de parameters van het marktmodel door de tijd heen constant zijn. Hoewel dit uiteraard in afzonderlijke gevallen niet het geval behoeft te zijn mag men er redelijkerwijze van uitgaan dat deze veronderstelling, bij een weloverwogen 'onverdachte' controleperiode, althans gemiddeld over vele bestudeerde e_{it} op zal gaan. Uitgevoerde simulaties tonen aan dat dit inderdaad het geval is.

De werkwijze die bij het bestuderen van de voorspelkracht van de wekelijkse beleggingsadviezen is gevolgd kan als volgt schematisch worden samengevat:

- verzamel alle uitgebrachte 'adviezen'. Deze adviezen bestaan in wezen uit een verzameling van getallenparen (i,t) , waarbij i het geadviseerde beursfonds is, en t de datum van advies;
- bereken voor alle adviezen (i,t) het buitengewoon rendement $e_{i,t+1}, e_{i,t+2}, e_{i,t+3}, \dots$, in week 1,2,3,... na het advies. Bereken eveneens per fonds de cumulatieve buitengewone rendementen vanaf de publicatie tot week 1,2,3,... daarna;
- standaardiseer deze buitengewone rendementen door ze te delen door hun geschatte standaarddeviatie;
- combineer deze gestandaardiseerde buitengewone rendementen tot een toetsingsgrootheid.

Met behulp van simulaties is de kracht van de ontwikkelde toetsingsgrootheden op basis van de residuen van het marktmodel geanalyseerd. De algemene conclusie die hieruit getrokken kan worden, is dat de toetsingsgrootheden geschikt zijn voor het opsporen van mogelijk buitengewoon rendement: de kans op het ten onrechte signaleren van buitengewoon rendement is in de uitgevoerde simulaties vrijwel gelijk aan de theoretische kans daarop. Bij een voldoende aantal bestudeerde adviezen (70 of meer) is bovendien de kans op het niet signaleren van wel optredend buitengewoon rendement klein.

Resultaten

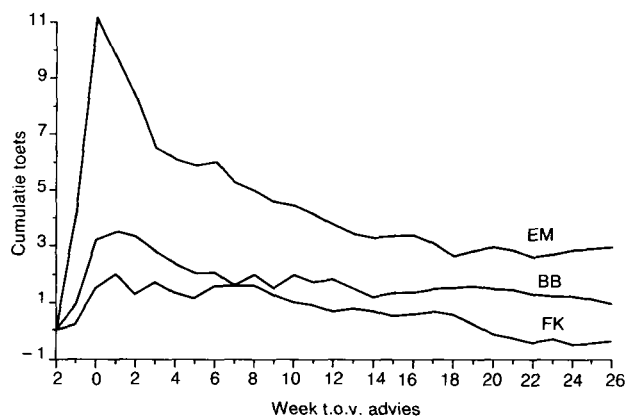
Bij het bestuderen van het met de adviezen van *Elseviers Magazine* (EM), *Beleggers Belangen* (BB) en de *Financiële Koerier* (FK) samenhangende buitengewoon rendement is gebruik gemaakt van een daartoe opgebouwd bestand van woensdagnoteringen van 145 fondsen voor de periode 1978-1983 3). In deze periode waren de drie genoemde weekbladen telkens op donderdag voor het eerst voor het publiek beschikbaar. De op basis van deze gegevens uitgevoerde analyse leverde de volgende resultaten op:

Voor de koopadviezen van BB en EM treedt het grootste buitengewoon rendement op in de week van advies, die loopt van de woensdag vóór publicatie tot de woensdag ná publicatie. Voor EM is dit buitengewoon rendement 3,8%, voor BB 2,2%. De bijbehorende waarden van de, onder de nulhypothese standaard normaal verdeelde, toetsingsgrootheid op basis van het gemiddelde gestandaardiseerde residu (buitengewoon rendement t.o.v. het marktmodel) zijn statistisch zeer significant: respectievelijk 11,8 en 3,6 (zie figuur 2). Voor de koopadviezen van FK treedt een dergelijk buitengewoon rendement in de adviesweek niet op.

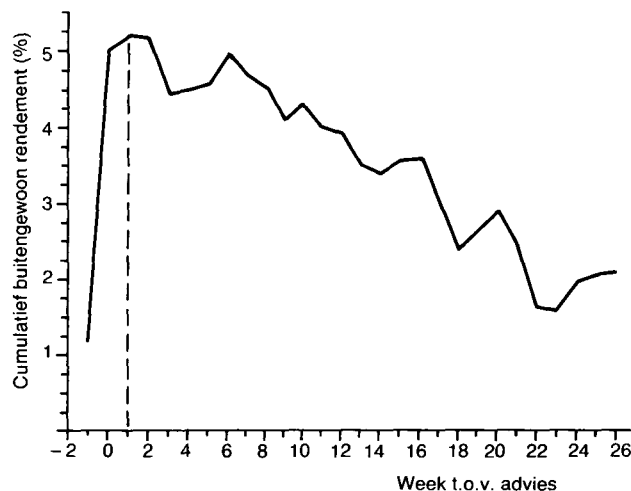
2) R. Roll, A critique of asset pricing theory's tests, *Journal of Financial Economics*, maart 1977, blz. 129-176. Daarmee maakt Roll een onbarmhartig einde aan een lange onderzoekstraditie. Rolls kritiek lijkt mij voer voor wetenschapsfilosofen, omdat het aantoonde dat jarenlang in wezen een wiskundige equivalentie het onderwerp is geweest van een tot vele publicatie leidende onderzoekstraditie.

3) Bij het opbouwen van het databestand van weekcijfers is, met het oog op een meer algemene toepassingsmogelijkheid, gekozen voor woensdagnoteringen. Dit in verband met het vermijden van een vertekend beeld als gevolg van b.v. 'weekeinde-effecten' in aandelenrendementen.

Figuur 2. Toets op basis van het cumulatief buitengewoon rendement per advies van Beleggers Belangen, Financiële Koerier en Elseviers Magazine



Figuur 3. Gemiddeld cumulatief buitengewoon rendement per advies vanaf de tweede woensdag na publicatie van Elseviers Magazine



In de weken 2 t/m 25 na de koopadviezen van BB en FK treedt er geen buitengewoon rendement op. Voor de koopadviezen van EM is het buitengewoon rendement in die periode zelfs negatief: -2,6% (zie figuur 3). Dit negatieve rendement is echter niet significant.

Self-fulfilling prophecy

Vooraf het verloop van het buitengewoon rendement in de weken rond de koopadviezen van EM wijst op een 'self-fulfilling prophecy' (sfp): na een initiële koersstijging als gevolg van een koopadvies dalen de koersen in de weken 2 t/m 26 met een vergelijkbaar percentage. Voor het bestaan van een sfp-effect pleit ook het gegeven dat het koerseffect op publicatiedatum voor EM, met een oplage van circa 130.000 verkochte exemplaren per week, aanzienlijk sterker is dan voor BB en FK, die beide een wekelijkse oplage van rond de 8.000 exemplaren hebben.

Om dit sfp-effect te bestuderen, zijn de koopadviezen van EM aan een nader onderzoek onderworpen. Daarbij zijn deze adviezen gesplitst in zogenaamde sterke en zwakke adviezen. Dit onderscheid zal de regelmatige lezer van de rubriek van de heer Metternich in EM niet verbazen. Soms worden daarin omschrijvingen opgenomen zoals: „Hoe dwaas is dan de huidige beurskoers in aandelen Gamma op de beurs van f. 36,50. Dan zal deze beurs-

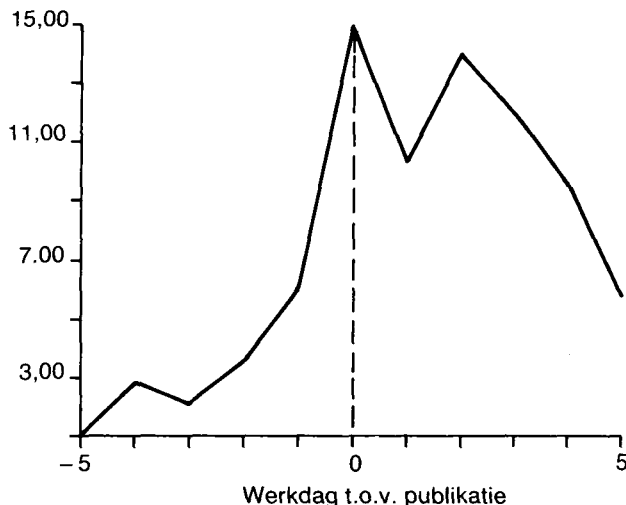
koers ook spoedig de f. 40, - kunnen passeren" (EM, 6-2-1982) en: „menselijkerwijs gesproken moet de huidige aankoop van Otra een schot in de roos zijn" (EM, 20-2-1982). Daarnaast komen ook veel zwakkere formuleringen voor zoals: "Wat onze internationals betreft kan over 1982 Philips de show stelen" (EM, 9-1-1982) en: „dan moet de komende weken een koersherstel in aandelen IHC-Inter tot de mogelijkheden behoren" (EM, 21-8-1982). Naast het onderscheid in sterke en zwakke adviezen zijn de in EM gepubliceerde aanbevelingen gesplitst in adviezen betreffende fondsen met een grote normale omzet en fondsen met een lagere omzet. Het bestuderen van het patroon van het buitengewoon rendement van de 4 aldus onderscheiden groepen levert de volgende resultaten op:

- het buitengewoon rendement in de week van advies is groter voor sterke adviezen dan voor zwakke adviezen. Evenzo is de reactie in de adviesweek voor kleine fondsen sterker dan voor grote fondsen;
- verreweg de grootste reactie treedt op voor sterke adviezen betreffende kleine fondsen (7,2%). Het kleinst is de reactie voor zwakke adviezen betreffende grote fondsen (1,3%);
- bij koopadviezen betreffende kleine fondsen lijkt in de weken 2 t/m 25 na advies een systematische koersdaling op te treden. In die periode is het buitengewoon rendement -7,7% voor sterke koopadviezen en -2,6% voor zwakke koopadviezen. Beide waarden zijn echter niet statistisch significant;
- bij koopadviezen betreffende grote fondsen levert de periode van week 2 t/m 25 na advies een positief buitengewoon rendement op: 6,8% voor sterke adviezen en 2% voor zwakke adviezen. Van deze twee is alleen de eerste significant.

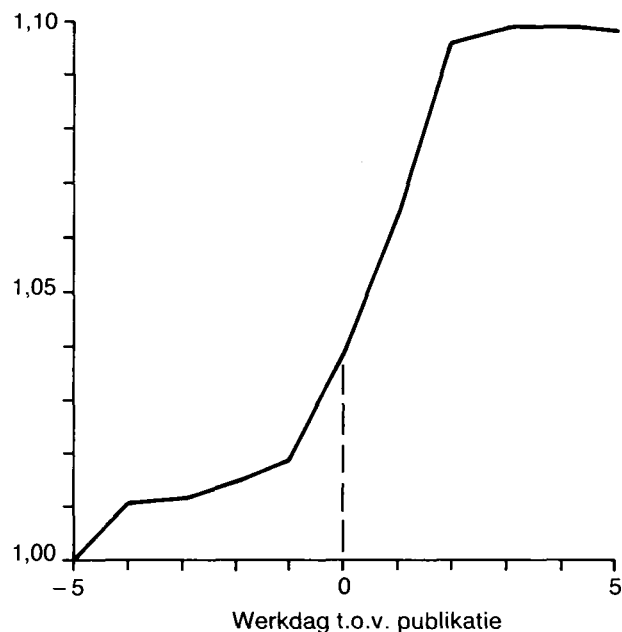
Deze resultaten zijn grotendeels in overeenstemming met wat men zou verwachten bij een sfp: het effect van de reactie in de adviesweek is voor kleine fondsen sterker dan voor grote fondsen en voor sterke adviezen groter dan voor zwakke adviezen. Ook het gegeven, dat voor de koopadviezen betreffende kleine fondsen een negatief rendement in de weken 2 t/m 25 optreedt, sluit hierbij aan: de initiële koersstijging als gevolg van de extra vraag wordt teniet gedaan door een systematische tegengestelde koersontwikkeling in de weken 2 t/m 25 na advies, wanneer de extra vraag is weggevallen.

In tegenspraak met dit mogelijke sfp-effect is de constatering, dat voor de adviezen betreffende grote fondsen geldt, dat er ook op langere termijn mogelijk buitengewoon rendement optreedt. Dit resultaat is echter statistisch niet significant.

Figuur 4. Omzetontwikkeling sterke koopadviezen kleine fondsen (Elseviers Magazine)



Figuur 5. Koersontwikkeling sterke koopadviezen, kleine fondsen (Elseviers Magazine)



Ook het bestuderen van prijs en omzet op de dagen rond sterke adviezen betreffende kleine fondsen sluit aan bij hetgeen men bij een sfp zou verwachten: de omzet (= aantal verhandelde aandelen) in geadviseerde fondsen is op de donderdag van publicatie vijftien maal zo hoog als op de donderdag ervoor. De koersen zijn op de donderdag na publicatie gemiddeld 6% hoger dan op de woensdag ervoor!

Buitengewoon rendement vóór publicatie

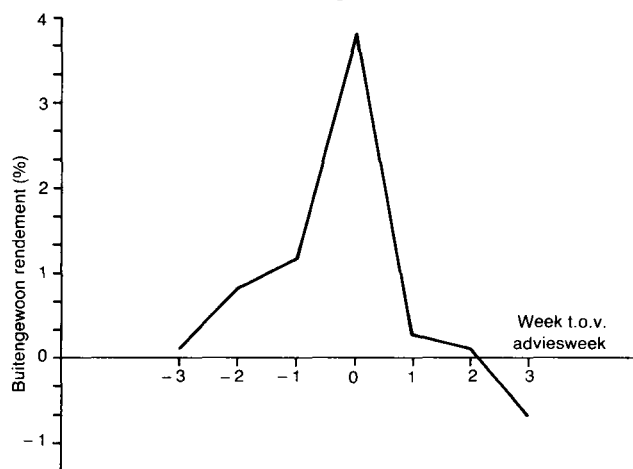
Naast het sfp-effect doet zich bij het bestuderen van het buitengewoon rendement in de weken rond een advies in EM nog een ander opvallend fenomeen voor: reeds in de 2 weken voor advies treedt in sommige gevallen een significant buitengewoon rendement op (zie figuur 6).

Voor de koopadviezen van EM is dit buitengewoon rendement in de tweede en de eerste week voor publicatie respectievelijk 0,7% en 1,2%. Deze percentages zijn met een waarde van 3,1 en 4,1 voor de standaard normaal verdeelde toetsingsgrootte zeer significant. Een verklaring voor dit fenomeen zou kunnen zijn dat de adviezen vlak voor publicatie worden geschreven en (bewust of onbewust) zijn gebaseerd op recente koersontwikkelingen, waarbij recente koersstijgingen aanleiding zijn tot koopadviezen. Dit moet volgens kenners als onwaarschijnlijk van de hand worden gedaan: drukken, corrigeren en verspreiden van het weekblad EM zouden het waarschijnlijk maken dat daarin gepubliceerde columns meer dan 1 week voor publicatie worden geschreven. Wanneer de adviezen tenminste 1 week vóór publicatie worden geschreven zijn er twee mogelijkheden:

de adviezen bezitten op zeer korte termijn, mogelijk als gevolg van voorkennis, enige voorspelkracht; de geformuleerde adviezen lekken reeds vóór publicatie uit. De handel op basis van deze uitgelekte informatie beïnvloedt de koersen reeds voor publicatie.

Uit tabel 1 blijkt dat het 'vooreffect' het patroon volgt dat men bij een sfp zou verwachten: het buitengewoon rendement in de week voor publicatie is voor kleine fondsen groter dan voor fondsen met een grotere 'normale' omzet. Bovendien is binnen de adviezen betreffende kleine fondsen het vooreffect sterker voor sterke adviezen. Daarmee volgt het vooreffect het patroon dat men bij een sfp zou ver-

Figuur 6. Gemiddeld buitengewoon rendement per advies in de weken rond de week van publicatie (week 0) van koopadviezen in Elseviers Magazine



Tabel 1: Gemiddeld buitengewoon rendement per koopadvies in EM in procenten

Week t.o.v. advies	sterke adviezen		zwakke adviezen	
	kleine fondsen	grote fondsen	kleine fondsen	grote fondsen
-5	0,498	1,032	-0,420	-0,788
-4	-1,020	-0,202	-0,373	0,315
-3	-0,504	1,027	0,128	0,061
-2	-0,030	1,508	0,912	0,780
-1	-2,414	-0,520	1,268	0,713
0	7,189	2,530	3,389	1,334
1	-0,700	0,693	0,407	0,690
2	-0,195	0,394	-0,194	0,298
3	-0,699	0,263	-1,208	0,324
4	0,044	-0,838	-0,315	1,084
5	-1,052	-0,481	0,717	0,680
6	-0,045	0,540	0,432	0,314
7	0,200	-0,911	-0,356	0,360
8	-0,977	-0,407	0,399	0,254
9	-0,489	0,040	-0,822	0,946
10	0,549	-0,162	0,357	0,467

wachten. Er is nauwelijks een overtuigende redenering te bedenken volgens welke de eerste hypothese (een voorspelkracht op zéér korte termijn) dit verschil in buitengewoon rendement voor tussen sterke/zwakke adviezen betreffende grote en kleine fondsen zou verklaren. Dit betekent dat het sfp-patroon in het vooreffect sterk pleit voor de tweede verklaring volgens welke het intrekken van reeds geformuleerde adviezen het buitengewoon rendement vóór publicatie veroorzaakt.

Conclusie

Aan de beleggingsadviezen van *Beleggers Belangen*, *de Financiële Koerier* en *Elseviers Magazine* kan nauwelijks voorspelkracht op langere termijn worden toegeschreven. Desondanks lijken vele beleggers de adviezen op te volgen: in de week van publicatie treedt een significant buitengewoon rendement op. Dit buitengewoon rendement is in het geval van EM voor adviezen betreffende kleine fondsen sterker dan voor adviezen betreffende grote fondsen. Daarnaast is het buitengewoon rendement in de week van advies voor duidelijke of wel 'sterke' adviezen groter dan voor onduidelijke adviezen. Bestudering van dagcijfers laat bovendien zien dat de omzet in de geadviseerde fondsen direct na publicatie zeer sterk stijgt. Dit alles suggereert dat er sprake is van een 'self-fulfilling prophecy'-effect: de op de koopadviezen reagerende be-

leggers stuwten middels een verhoogde vraag de koersen van de als koopwaardig aangemerkte fondsen omhoog en maken aldus de voorspelling waar. Op langere termijn wordt dit effect weer teniet gedaan.

Een ander opvallend fenomeen is dat reeds in de week vóór publicatie een significant positief buitengewoon rendement optreedt. Van de mogelijke verklaringen voor dit

opvallende verschijnsel lijkt de meest waarschijnlijke dat de adviezen reeds voor publicatie uitlekken waardoor het 'self-fulfilling prophecy'-effect gedeeltelijk optreedt nog voordat de profetie is uitgesproken.

R.Th. Wijmenga
