

Leveren beleggingsadviezen een uitzonderlijk rendement op ?

door P.SERCU* en G.SIPS*

I. INLEIDING

Wie vertelt over zijn of haar ervaringen met het beleggen in aandelen heeft de neiging meer positieve dan negatief gekleurde verhalen te selecteren. Ook professionele beleggers en, wellicht a fortiori, beleggingsadviseurs zullen veelal de zonnige episodes van hun curriculum in de verf zetten. Tegenover die veelbelovende verhalen staat de logica van de efficiënte aandelenmarkt. Er zijn niet zoveel empirisch overtuigende voorbeelden van publiek beschikbare informatie die niet reeds volledig in de koersen is verwerkt. En marktefficiëntie zou uiteraard impliceren dat er geen strategie bestaat waarmee beleggers op basis van die informatie "de markt" kunnen verslaan.

Veel particuliere beleggers baseren zich bij hun aan- en verkopen op adviezen die regelmatig in gespecialiseerde week- en dagbladen worden gepubliceerd. Een dergelijke strategie is rationeel indien de medewerkers van beleggingsbladen meer informatie hebben over de aandelen waarover zij berichten, en/of hun informatie beter kunnen verwerken. Analysten hebben inderdaad meer tijd en ervaring bij het verwerken van de algemeen-economische informatie. Ze hebben ook vaak betere contacten bij vele op de beurs genoteerde ondernemingen. Dergelijke ondernemingen hechten immers veel waarde aan een goede en liefst zo positief mogelijk getinte berichtgeving, en een middel bij uitstek om de schrijvende pers te vriend houden is haar van informatie te voorzien. Het is dus niet onredelijk te veron-

* Departement Toegepaste Economie, K.U.Leuven.

derstellen dat de specialisten, waaronder auteurs van beleggingsrubrieken, inderdaad waardevolle adviezen kunnen geven aan de particuliere belegger.

In dit artikel wordt geverifieerd of adviezen inderdaad gevolgd worden door koersveranderingen in de voorspelde richting, en of indien de adviezen nuttig zijn, de bruikbare informatie onmiddellijk in de koersen verdiskonteerd wordt dan wel met enige vertraging. Met name bekijken we tips uit 'Swingtrend', 'Budget Week', en 'De Belegger', en we gaan na of hun tips gevolgd worden door een rendement dat, gemiddeld gezien, overtuigend hoger of lager ligt dan het normale rendement, en hoe lang de periode van abnormale rendementen duurt.

Het antwoord op de eerste vraag is genuanceerd positief: er zijn significant hoge abnormale rendementen, zij het vaak niet voldoende om de beurskosten van een aan- en verkoop te dekken, en met een behoorlijke onzekerheid over het resultaat van een individuele transactie. Met betrekking tot de aanpassingssnelheid komen we tot de bevinding dat de beurs minstens enkele dagen nodig heeft om de koersen aan te passen.

Het artikel steekt als volgt ineen. Paragraaf II bespreekt de gegevens en de basismethodologie. Paragraaf III stelt de resultaten voor. In paragraaf IV worden enkele bijkomende hypothesen en testen besproken. Het besluit volgt in paragraaf V.

II. GEGEVENS EN BASISMETHODOLOGIE

Voor de studie werd vertrokken van de door 'Swingtrend', 'Budget Week' en 'De Belegger' gepubliceerde aan- en verkooptips gedurende de periode 1991-1992 met betrekking tot de 28 Belgische aandelen in Tabel 1. Die aandelen zijn zowel kontant als op termijn genoteerd, en werden gekozen omdat zij het grootste aantal adviezen opleverden¹. Enkel de ondubbelzinnig geformuleerde adviezen werden in aanmerking genomen. Beleggingstips die een herhaling vormen van vroegere tips werden niet in het onderzoek opgenomen tenzij er expliciet nieuwe informatie in vermeld werd. Dit leidde uiteindelijk tot 166 aankooptips en 72 verkooptips.

TABEL 1
Lijst der gevolgde aandelen

Accec-UM	Colruyt	Immobel
AG	Delhaize	Kredietbank
Barco	Electrabel	Petrofina
BBL	Gechem	Powerfin
Bekaert	Generale Bank	Royale Belge
Clabecq	Generale Maatschappij	Sidro
CMB	Gevaert	Sofina
Cobepa	GIB	Solvay
Cockerill	Glaverbel	Tractebel
		UCB

De vraag is niet of het opvolgen van die adviezen een positieve return oplevert, maar wel of de return abnormaal hoog is. De dagelijkse return definiëren we als de procentuele opbrengst tussen dag $t-1$ en dag t :

$$\text{Return}_{\text{dag } t} = \frac{\text{koers}_{\text{dag } t} - \text{koers}_{\text{dag } t-1} + \text{dividend}_{\text{dag } t}}{\text{koers}_{\text{dag } t-1}}$$

Het voor de hand liggend alternatief voor het kopen van (verhoopte) winners en het verkopen van (verhoopte) verliezers is het volgen van een passieve, goed gediversifieerde beleggingsstrategie. Dit minimaliseert kosten, en vermijdt onnodig risico. De abnormale component van de return op aandeel i definiëren we dus als het extra rendement bovenop het algemeen beursrendement:

$$\text{AR}_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

met $\text{AR}_{i,t}$: de abnormale Return voor aandeel i op dag t ;
 $R_{i,t}$: return van aandeel i op dag t ;
 $R_{m,t}$: marktreturn op dag t , d.i. de procentuele verandering in de return-index.²

De volgende stap bestaat erin de gemiddelde abnormale return te berekenen op de dag van publicatie van het advies, d.w.z. de dag waarop het weekblad bij de lezer afgeleverd wordt. Dit noemen we dag 0, en het gemiddeld abnormaal rendement voor dag 0 stellen

we voor door GAR_0 . We doen analoge berekeningen voor elk van de twintig dagen die volgen op het advies, en we noteren die gemiddelde rendementen voor elk van die dagen als GAR_t , $t=1, \dots, 20$. Bemerkt dus dat t geen kalendertijd voorstelt, maar een relatieve tijd tegenover de adviesdatum.

De GAR 's zijn slechts gemiddelden. In gedachten houdend dat men gemakkelijk kan verdrinken in een rivier die gemiddeld tien centimeter diep is, berekenen we bij elke GAR uiteraard ook de standaarddeviatie, wat ons een idee heeft hoe betekenisvol elk gemiddelde afwijkt van nul. Verder berekenen we ook, per relatieve dag t , het relatief aantal AR_t 's dat het voorspelde teken heeft. Dit geeft een idee met welke kans de belegger, bij een individueel advies, uiteindelijk geld zal verdienen op dag t . In een efficiënte markt moet de kans op een abnormaal rendement zowat 50% zijn. We kunnen dus een simpele binomiale test uitvoeren, en nagaan hoe overtuigend de kans op succes boven de 50% ligt.

Wij zijn, tenslotte, ook geïnteresseerd hoeveel het opvolgen van het advies in totaal aan extra rendement oplevert over een periode van T dagen na het advies. Hiervoor cumuleren we de gemiddelde abnormale returns over de T dagen beginnend bij dag 0 (de dag van het advies):

$$CAR_T(0) = \sum_{t=0, T} GAR_t$$

In de volgende paragraaf bespreken we de resultaten behaald indien de beleggingstips opgevolgd worden op de kontantmarkt.

III. BASISRESULTATEN

De abnormale returns van de 166 aankooptips en de 72 verkooptips op de kontantmarkt zijn weergegeven in Tabel 2. We bespreken in dit stadium alleen het tweede luik van de tabel, dat betrekking heeft op dagen 0 tot 20. Een asterisk bij de kolom GAR_t signaleert dat de gemiddelde abnormale return (voor relatieve dag t) overtuigend van nul verschilt. Een asterisk in de volgende kolom ("percentage correcte adviezen") betekent analoog dat het aantal succesvolle predicties overtuigend hoger is dan 50%.

Het verschijnen van een aankoopadvies gaat duidelijk samen met abnormale rendementen. Vijf dagen lang, vanaf dag 0 tot dag 4, worden significant abnormale (positieve) returns opgetekend. Op de dag

van de publicatie zelf, bijvoorbeeld, is gemiddeld een buitengewoon rendement van 0,38% te noteren. Op dag 1 wordt dit nog overtroffen door een abnormale return van 0,42%. Uit de kolom $CAR_t(0)$ – dit is dus het cumulatieve rendement van een belegger die gehoorzaam en stipt op de adviesdag (ver)koopt – blijkt dat twee dagen na het advies de $CAR_2(0)$ reeds gestegen is tot 1,06%. Tot dag 4 past de koers zich verder aan, om daarna nog langzaam verder te stijgen tot een cumulatief extra-rendement van ongeveer 2%. Na de eerste dagen zijn de gemiddelde stijgingen, dag per dag, niet meer significant, maar het cumulatieve totaal blijft statistisch ondubbelzinnig positief.

De significant positieve GAR wordt, althans initieel (dag 0 tot 2), zeker niet veroorzaakt door slechts enkele uitschieters in de goede richting: ook het relatief aantal successen dag per dag is statistisch overtuigend groter dan 50% in de eerste drie dagen, en het aantal aandelen waarvoor ook het cumulatieve resultaat positief was blijft vier weken lang beduidend hoger dan 50%. De beste kansen, cumulatief, liggen na een week: de kans op een succes is dan twee op drie. Vanaf de tweede week wordt het aankoopsignaal blijkbaar meer en meer overstemd door andere elementen. Kortom, uit de resultaten blijkt dat er wel degelijk abnormale returns op geadviseerde aandelen worden behaald. Een belegger die de adviezen opvolgt, behaalt gemiddeld enkele procenten méér winst uit zijn belegging dan een persoon die een volledig gediversifieerde portefeuille aanhoudt (weergegeven door de marktportefeuille).

Het beeld bij verkoopadviezen is analoog. Er zijn statistisch duidelijke dalingen op dag 0, 1, 3, en 5, en het cumulatief resultaat na vier beursweken is -1.78%. (Het feit dat dit minder lijkt dan de 2.18% bij aankopen is statistisch niet veelzeggend in het licht van de grote onzekerheid.) Het percentage negatieve abnormale returns is, dag per dag, nooit significant rond de publicatiedatum. Dit is niet alleen aan de kleinere steekproefgrootte te wijten: ook kwalitatief gezien is er in de eerste week slechts een kans van 57-59% om inderdaad een daling te observeren, en kumulatief komen we slechts tot een significante 60% na anderhalve week. Ook dit ligt iets slechter dan bij de aankooptips. Maar net zoals voor de returns zelf, is het verschil tussen het aantal successen na aan- en verkooptips statistisch niet overtuigend.

TABEL 2

Gemiddelde en cumulatieve abnormale returns, en significantietesten, alle adviezen

dag	166 AANKOOPADVIEZEN				72 VERKOOPADVIEZEN			
	dag per dag GAR _t		cumulatief CAR _t (-10)		dag per dag GAR _t		cumulatief CAR _t (-10)	
	(%)		(%)		(%)		(%)	
-10	0.06	-	0.06	-	-0.22	-	0.22	-
-9	0.18	-	0.24	-	-0.26	-	-0.48	-
-8	0.18*	-	0.4	-	0.15	-	-0.35	-
-7	0.08	-	0.50	-	-0.21	-	-0.56	-
-6	0.16	-	0.66	-	0.04	-	-0.52	-
-5	0.12	-	0.78	-	-0.16	-	-0.68	-
-4	0.27*	-	1.05	-	-0.36*	-	-1.04	-
-3	0.45*	-	1.50	-	-0.48*	-	-1.52	-
-2	0.19	-	1.69	-	-0.34*	-	-1.86	-
-1	0.34*	-	2.03	-	-0.26	-	-2.08	-

dag	dag per dag		cumulatief		dag per dag		cumulatief	
	GAR _t	%	CAR _t (0)	%	GAR _t	%	CAR _t (0)	%
	(%)	juist	(%)	juist	(%)	juist	(%)	juist
0	0.38*	58.43*	0.38*	58.43*	-0.56*	58.33	-0.56*	55.56
1	0.42*	56.63*	0.80*	61.45*	-0.31*	56.94	-0.86*	58.33
2	0.26*	57.23*	1.06*	62.05*	0.09	58.33	-0.77*	54.17
3	0.17*	56.02	1.24*	63.86*	-0.24*	56.94	-1.01*	58.33
4	0.31*	54.82	1.55*	66.27*	-0.09	51.39	-1.09*	62.50*
5	-0.02	48.80	1.53*	64.46*	-0.33*	54.17	-1.43*	59.72*
6	0.14	55.42	1.66*	67.47*	0.22	45.83	-1.21*	61.11*
7	-0.06	48.80	1.60*	67.47*	0.01	48.61	-1.20*	61.11*
8	0.01	45.18	1.61*	65.05*	-0.26	59.72	-1.46*	59.72
9	0.05	51.81	1.66*	65.06*	0.16	48.61	-1.30*	56.94
10	0.04	44.58	1.70*	65.06*	-0.13	59.72*	-1.43*	59.72*
11	0.11	49.40	1.81*	64.46*	0.29	48.61	-1.13*	55.56
12	-0.07	42.77	1.74*	63.86*	0.07	59.72*	-1.06*	55.56
13	-0.03	46.39	1.71*	62.65*	0.01	56.94	-1.06*	58.33
14	0.03	48.80	1.74*	57.83*	-0.23	54.17	-1.29*	55.56
15	0.14	51.81	1.88*	62.05*	-0.29	58.33	-1.58*	55.56
16	0.09	48.19	1.97*	60.24*	0.29	43.06	-1.29*	58.33
17	0.13	52.41	2.10*	63.86*	-0.21	54.17	-1.50	63.89*
18	0.01	50.00	2.11*	63.86*	0.20	54.17	-1.30*	62.50*
19	0.02	48.80	2.12*	62.05*	-0.38	58.33	-1.68*	59.72*
20	0.05	56.02	2.18*	63.86*	-0.09	58.33	-1.78*	58.33

De abnormale return AR voor dag t (gemeten tegenover de publicatiedatum t=0) is de return boven het marktrendement. De gemiddelde abnormale return GAR voor dag t is het gemiddelde van de 166 of 72 returns boven het marktrendement op die dag. CAR_t(0) toont de gekumuleerde gemiddelde abnormale return beginnend vanaf de publicatiedatum. Significante gemiddelden (α=0.05, eenzijdig) zijn aangeduid met een asterisk. De kolommen "% correct" tonen welke fractie van de 166 of 72 rendementen (of cumulatieve rendementen) voor dag t in de voorspelde richting waren; fracties significant groter dan 50% zijn aangeduid met een asterisk. CAR_t(-10) toont de gekumuleerde gemiddelde abnormale return beginnend vanaf tien dagen voor de publicatiedatum (zie Sectie IV).

Er is geen evidentie dat de resultaten zouden te wijten zijn aan het *self-fulfilling prophecy* effect. Met zou inderdaad kunnen argumenteren dat het loutere feit van een advies bijkomende orders genereert en de prijs dus in de 'voorspelde' richting duwt. Uit onze cijfers lijkt het dat de orders gespreid zijn over enkele dagen: de aanpassing gebeurt niet onmiddellijk op dag 0 of 1, maar vereist minstens een beursweek. Het opdrogen van die bijkomende orderstroom wordt echter niet gevolgd door een terugval van de prijzen: de CAR's voor de tweede tot en met de vierde beursweek reverteren niet naar nul. Blijkbaar is de prijsaanpassing dus (gemiddeld) van langere duur dan de initiële aan- of verkoopgolven.

Betekenen de abnormale returns dat de markt inefficiënt is? Het feit dat de koersen gemiddeld stijgen of dalen na een positief of negatief advies is op zichzelf geen anomalie, omdat de betrokken analisten wel degelijk beter geïnformeerd kunnen zijn. Wat wel een anomalie is, is het feit dat de koersaanpassingen minstens enkele dagen duren. De informatie vervat in het advies hoort onmiddellijk, op dag 0 zelf, in de prijs te zitten. Men kan opwerpen dat de abnormale returns bij het (ver)kopen op dag 0 vaak onvoldoende zijn om de kosten van een aan- en verkooptransactie goed te maken: voor een klein order lopen die *roundtrip*-kosten gemakkelijk op tot 2,5%. Maar die uitleg is niet geheel bevredigend. Voor iemand die sowieso (ver)koopt en die dus in ieder geval transactiekosten betaalt, loont nog duidelijk de moeite de adviezen te volgen eerder dan lukraak ergens een aandeel te (ver)kopen. Omgekeerd wordt dus enkele dagen lang gehandeld aan voorspelbaar verkeerde prijzen. Men kan zich de vraag stellen waarom heel wat beleggers blijkbaar het advies niet nakijken indien het voorspelbaar is dat de koers zal stijgen (dalen), hadden die beleggers in het licht van het advies, onmiddellijk moeten kopen (verkopen), in plaats van nog enkele dagen te wachten.

Transactiekosten bieden dus geen sluitende verklaring van deze trage aanpassingen. Een tweede, mogelijk meer overtuigende uitleg is de spreiding van de gegevens rond het gemiddelde. Het is wel zo dat de hypothese van zero gemiddelde extra-rendementen verworpen wordt, en dat de gemiddelde cumulatieve abnormale return $CAR_{20}(0)$ 2,18% belooft bij aankooptips, en -1,78% bij verkooptips. Maar de standaarddeviatie errond is 5,16% resp. 7,30%. Bij een normale verdeling betekent dit nog steeds een kans van 33,72% dat de belegger een negatieve abnormale return realiseert bij aankoop.³ In-

dien we bovendien rekening houden met *roundtrip* beurskosten, betekent dit dat voor een strategie gebaseerd op adviezen van beleggingsbladen een kritische drempel van bvb. 2,5% moet gesteld worden vooraleer de strategie lonend wordt. De kans dat de belegger, bij aankoop, na 20 beursdagen geen abnormaal rendement boven 2,5% beurskosten overhoudt, bedraagt dan 53% (nog steeds bij normale verdelingen). Voor verkooptips zijn de cijfers nog minder geruststellend. Kortom, een speculatieve belegger die de beleggings-tips volgt voor welbepaalde aandelen, loopt ook een grote kans op verliezen.

IV. BIJKOMENDE HYPOTHESES EN TESTEN

Het gedrag van de GAR's en het aantal positieve AR's suggereert dat de Brusselse Beurs gemiddeld minstens drie tot vijf dagen nodig heeft vooraleer de informatie, vervat in de aanbevelingen, helemaal verwerkt is in de koersen. Deze resultaten liggen in de lijn van het onderzoek van de Bank Paribas naar de reactiesnelheid van aandelenkoersen op belangrijke gebeurtenissen op de Brusselse Beurs, waar een termijn van 3 dagen werd vastgesteld. Bank Paribas vond wel dat de termijnmarkt een tikje sneller reageerde. Om de hypothese van differentiële efficiëntie te testen, deden we de testen nog eens over met termijnmarktgegevens. Met andere woorden, de aan- en verkooporders werden verondersteld op de termijnmarkt uitgevoerd te worden (aan de openingskoers), en de marktindex werd dan ook gedefinieerd als de return op de termijnmarktindex. Het patroon was niet verschillend in de door Paribas gesuggereerde zin: op de termijnmarkt gebeurde de aanpassing niet merkbaar sneller of trager. De kontantmarkt blijkt in deze studie dus zeker niet minder efficiënt dan de superieur georganiseerde, actievere termijnmarkt.

Een tweede tot dusver onbeantwoorde vraag heeft betrekking op het gedrag van de beursprijzen in de periode voorafgaand aan het advies. Daems en Vermaelen (1985), bijvoorbeeld, toonden aan dat de adviezen van Trends Portefeuille toendertijd nauwelijks meer leken dan een extrapolatie van de koersbewegingen in de week voorafgaand aan het advies. We berekenden daarom ook gemiddelde abnormale returns voor de tien beursdagen voor dag 0, voorgesteld door GAR_{-T} , $T = 1, \dots, 10$. Cumulatie vanaf dag -10 geeft ons een idee over de abnormale koersontwikkeling in de twee weken voorafgaand aan het advies:

$$CAR_T(-10) = \sum_{t=-10,T} GAR_t$$

Anders gezegd geeft $CAR_t(-10)$ de cumulatieve extra return die een belegger zou behalen indien hij de transactie 10 dagen voor de publicatie zou uitgevoerd hebben, en afgesloten op dag T.

De resultaten voor de tien dagen voorafgaand aan de publicatie vindt u in het bovenste luik van Tabel 2. Hieruit blijkt dat reeds in de dagen vóór de beurstip positieve abnormale returns opgetekend werden. Bij het verschijnen van de aankoopadviezen (dag 0) is de $CAR_t(-10)$ gemiddeld reeds gestegen met meer dan 2.4% tegenover het niveau twee weken ervoor. Er zijn ook significante stijgingen in de dag-per-dag gemiddelde abnormale returns op dagen -4, -3, en -1. (De eenzame asterisk op dag -8 is minder overtuigend in het licht van de kans op een abnormale return: die kans is blijkbaar kleiner dan 50%). Het patroon bij verkooptips is analoog.

Er zijn heel wat mogelijke verklaringen van die koersbeweging in dagen -4 tot -1. Vooreerst zou het kunnen gaan om 'lekkers': de analisten, of het administratief personeel, of de drukkers, hebben duidelijk vroeger toegang tot de informatie, en kunnen hun orders reeds onmiddellijk plaatsen. Een tweede, gelijkaardige verklaring is dat het nieuws waarop de beleggingsbladen hun adviezen baseren wellicht reeds de voorbije dagen elders gekend was. Ten derde zou het kunnen gaan om extrapolatieve adviezen (zie Daems en Vermaelen (1985)): de adviseurs springen mogelijkwerwijs op een rijdende kar, die op zichzelf wellicht geen intrinsieke waarde heeft.

Onze cijfers geven geen expliciete bevestiging van die laatste visie. De *bandwagon*-visie zegt dat beleggers kopen om van een beginnende trend mee te profiteren, wat verdere prijsstijgingen uitlokt, en dus weer kopers aantrekt, enz. Maar een dergelijke *bandwagon* hoort vroeg of laat stil te vallen, en dan in de omgekeerde richting te gaan bollen. En blijkbaar wordt, in ons cijfermateriaal, de trend *niet* na enkele dagen omgekeerd. Maar die test is weinig conclusief. Onze 20-daagse periode is wellicht te kort om het omkeren van een zuivere *bandwagon* te ontdekken. Blijft dus de vraag van Abraham, Van Camp en Dewachter (1993):

"Beschikt het beleggingsblad over waardevolle informatie die niet algemeen op de markt gekend is? of verspreidt het beleggingsblad publiek beschikbare marktinformatie bij zijn lezers op het ogenblik van publicatie? Hoe bepaalt het beleggings-

blad zijn adviezen? Maakt het hierbij gebruik van eenvoudige chartistische extrapolaties gebaseerd op recente koersontwikkelingen?"

We stellen een eenvoudige test voor die zou moeten helpen de zuiver extrapolatieve, chartistische voorspellingen en *bandwagons* te onderscheiden van werkelijk nieuwe, fundamentele analyse. De procedure bestaat er gewoonweg in alle aandelen die reeds in de week voor dag 0 met minstens 2% stegen uit de advieslijst te weren⁴. Aangezien de overblijvende aandelen geen significante koersstijging kenden in de dagen onmiddellijk vóór het advies, werd het advies blijkbaar niet gegeven op basis van recente koersontwikkelingen.

Na eliminatie van alle adviezen voorafgegaan door een abnormale return van minstens 2% in de de tien beursdagen voor het advies, bleven er van de 166 *aankoopadviezen* nog 77 over. Tabel 3 reveleert een merkwaardig verschil over de drie bladen heen:

TABEL 3

Aantal aankoopadviezen niet volgend op een abnormale koersstijging, per beleggingsblad

	Oorspronkelijk aantal adviezen	Overblijvend aantal adviezen	% overblijvend
Swingtrend	63	21	33%
De Belegger	65	42	65%
BudgetWeek	38	14	27%
Totaal	166	77	47%

"Overblijvend aantal adviezen" verwijst naar adviezen die niet volgen op een koersverandering van minstens 2% in dezelfde richting van het advies. De derde kolom toont welke fractie van de oorspronkelijke tips overbleef. De verdwenen adviezen slaan dus op tips die vroegtijdig uitlekten, of reeds elders bekend nieuws weerspiegelen, of zuiver extrapolatief waren.

Meer dan de helft van de aankoopadviezen zijn dus ofwel zuiver extrapolatief, of al uitgelekt, of gebaseerd op reeds elders gekende informatie. Vooral Swingtrend en Budget Week geven vaak adviezen in waarden die recent een sterke koersstijging kenden. Bij verkoopadviezen werden zelfs drie op vier adviezen al voorafgegaan door een daling van minstens 2%.

De gemiddelde cumulatieve abnormale return van de overblijvende 77 aankoopadviezen en 23 verkoopadviezen werd berekend vol-

gens dezelfde methode als voorheen. In Tabel 4 zijn voor de aankooptips de gemiddelde abnormale return van de dag, de cumulatieve abnormale return vanaf dag 0 tot dag N, en de standaarddeviatie van de CAR's per dag weergegeven. Het beeld voor verkooptips is kwalitatief gelijkaardig, maar weinig betrouwbaar in het licht van het zeer klein aantal observaties.

De resultaten zijn, statistisch gezien, een teleurstelling. Vanuit kwalitatief oogpunt blijkt dat de overblijvende adviezen – aankooptips die niet volgden op een koersstijging – gemiddeld 'beter' zijn: de

TABEL 4

Gemiddelde en cumulatieve abnormale returns, en significantietesten, 77 aankoopadviezen niet volgend op een koersverandering van minstens 2%

Dag (t)	GAR _t	CAR _t (0)	s(CAR _t)
0	0.21	0.21	1.01
1	0.60	0.81	1.92
2	0.23	1.04	2.21
3	0.35	1.39	2.59
4	0.47	1.86	3.40
5	-0.04	1.82	3.85
6	0.24	2.05	3.80
7	-0.11	1.94	3.71
8	0.06	2.00	3.79
9	0.03	2.03	4.00
10	0.21	2.24	4.09
11	0.19	2.44	4.14
12	-0.01	2.42	4.12
13	0.02	2.45	4.32
14	0.33	2.78	4.86
15	0.35	3.13	5.21
16	0.00	3.13	5.27
17	0.06	3.19	5.15
18	-0.00	3.18	5.11
19	0.09	3.28	5.22
20	0.15	3.43*	5.22

Alle adviezen volgend op een koersverandering met minstens 2% in de richting van de tip in de tien beursdagen voorafgaand aan het advies werden verwijderd. Dit resulteert in 77 overblijvende tips. De abnormale return AR voor dag t (gemeten tegenover de publicatiedatum t=0) is de return boven het markttrendement. De gemiddelde abnormale return GAR voor dag t is het gemiddelde van de 77 returns boven het markttrendement op die dag. CAR_t(0) toont de gekumuleerde gemiddelde abnormale return beginnend vanaf de publicatiedatum. Cijfers met een asterisk zijn statistisch significant.

CAR na twintig dagen is bijna 3,5%, genoeg om *roundtrip*-beurskosten te dekken, tegenover slechts 2% voor het gehele staal positieve aanbevelingen. Dit is consistent met de hypothese dat voor de andere adviezen een stuk informatie al bekend was (en dus gedeeltelijk al in de koersen verdiskonteerd), of dat het wellicht ging om vrij langdurige *bandwagon*-effecten. Maar de standaarddeviaties zijn groot, en de dag-per-dag GAR's zijn niet significant (wellicht gedeeltelijk door de sterke inkrimping van het staal). Na 20 beursdagen kent de gemiddelde cumulatieve abnormale return vanaf dag 0 een standaarddeviatie van 5.22%. Het eindresultaat is (nipt) significant. Maar voor een individuele belegging impliceert dit dat er, ondanks de hogere gemiddelde rendementen, nog steeds een gaussiaanse kans van 25,46% is dat een negatieve CAR behaald wordt. De kans dat beurskosten van 2,5% niet worden gedekt bedraagt anno nog steeds 43,64%.

V. BESLUIT

Na een aan- of verkoopadvies veranderden in 1991-92 de koersen met gemiddeld ongeveer 2% in de voorspelde richting, na eliminatie van het effect van de algemene beursevolutie. De aanpassing is bovendien gradueel, en duurt enkele dagen. Voor iemand die sowieso zou gekocht of verkocht hebben was het dus lonend de adviezen na te kijken. Een selectievere beleggingsstrategie, gebaseerd op het opvolgen van aanbevolen aandelen die in de periode voor de tip geen significante koersstijging kenden, was wellicht nog meer aan te bevelen geweest. Er is echter twijfel of een advies ook een *roundtrip*-transactie lonend maakt, en er is ook een behoorlijke kans dat de transactie slecht uitdraait. De conclusies zijn identiek voor de kontant- en termijnmarkt. Er werd, tenslotte, geen tendens vastgesteld dat de initiële koersreacties na enkele weken zouden ongedaan gemaakt worden. Er was, met andere woorden, geen evidentie van *self-fulfilling prophecies* of *bandwagon*-effecten.

NOTEN

1. Het gaat dus meestal om bekende, goed gevolgde waarden. Dit schept mogelijkwijs enige vertekening, omdat kleinere, minder gevolgde bedrijven a priori de kandidaten bij uitstek zijn voor succesvolle fundamentele analyse. In het licht van onze bevindingen is onze konklusie van succesvolle adviezen voor grote bedrijven dus eerder conservatief.

2. Het marktrendement bevat dus de dividenden. De definitie van de abnormale return is consistent met een 'marktmodel/CAPM' $AR_{i,t} = (R_{i,t} - R_{f,t}) - b_i(R_{m,t} - R_{f,t})$ - waarin $R_{f,t}$ de risicovrije return is - met $b_i = 1$. Geschatte b 's verschillen van de eenheid, maar met dagelijkse observaties is de foutenmarge groot. Er is geen reden om aan te nemen dat de richting der adviezen systematisch zou samengaan met hoge of lage b 's, zodat de $b = 1$ methodologie geen vertekening meebrengt. Voor alle veiligheid hebben we alle testen ook uitgevoerd met het model $AR_{i,t} = (R_{i,t} - R_{f,t}) - a_i - b_i(R_{m,t} - R_{f,t})$, met een b berekend uit maandelijks gegevens door uit Budget Week, maar de resultaten verschillen nauwelijks.

REFERENTIES

- Abraham, F., G. Van Camp en H. Dewachter, 1993, Zijn beleggingsbladen een goede belegging, *Tijdschrift voor Economie en Management* 38, 4.
Daems, R., en T. Vermaelen, 1985, Hoe goed is Trends' Beleggingsadvies, *Tijdschrift voor Economie en Management* 29, 2, 145-172.
Paribas Bank België, 1993, Efficiency van de Belgische Beurs, *Economische Berichten*, 1.