

Zijn beleggingsbladen een goede belegging?

door F.ABRAHAM, G.VAN CAMP en H.DEWACHTER*¹

I. INLEIDING

De aandelenmarkt is een risicovolle markt. Aandelenkoersen worden beïnvloed door een vaak complexe combinatie van algemene en bedrijfsspecifieke ontwikkelingen. Zelfs met een optimaal gediversifieerde portefeuille blijft het risico op een tegenvallend rendement reëel.

Geconfronteerd met deze onzekerheid gaan vele beleggers op zoek naar waardevol advies. Zij doen hiervoor beroep op een ware markt van beursgoeroes, makelaars, beleggingsadviseurs van financiële instellingen en gespecialiseerde beleggingsbladen. Ook deze markt is echter onzeker. Het is voor de belegger vaak moeilijk te oordelen over de kwaliteit van het beleggingsadvies. Het staat niet vast dat de baten van het advies de kosten ervan overtreffen. Eerder onderzoek voor België door Daems en Vermaelen (1984) en voor Nederland door Wijmenga (1986) suggereert dat dat niet noodzakelijk het geval is.

Deze studie evalueert de winstgevendheid van het beleggingsadvies van drie beleggingsbladen nl Budget Week, Trends en Swing-trend. Wij beperken ons tot de adviezen verstrekt in de periode oktober 1989 - november 1990 voor negen Belgische aandelen verhandeld op de Brusselse Beurs. Wij maken hierbij gebruik van een statistisch model dat gebaseerd is op de recente ontwikkelingen in de financiële theorie. Dit model wordt besproken in Deel II van de paper. Het derde deel bevat een overzicht van de belangrijkste be-

* Centrum voor Economische Studiën, K.U. Leuven.
Zij danken Casper De Vries voor zijn nuttige suggesties.

vindingen. We eindigen met een besluit dat de implicaties van deze studie alsook de beperkingen bondig samenvat.

II. EEN STATISTISCH MODEL VAN AANDELENRENDEMENTEN EN BELEGGINGSADVIES

De door ons gevolgde methode isoleert het effect van beleggingsadviezen op het aandelenrendement. Hierbij volgen we drie stappen. Eerst scheiden we het niet verwachte van het verwachte aandelenrendement. Dit is noodzakelijk omdat aandelenkoersen in belangrijke mate marktverwachtingen weerspiegelen die niet bepaald worden door de koop- en verkooptips van beleggingsbladen. In een tweede stap maken we een onderscheid tussen het niet verwacht marktrendement en het niet verwacht bedrijfsspecifiek aandelenrendement. Niet verwachte koersevoluties op de aandelenmarkt vloeien deels voort uit nieuws over economische groei, inflatie, interest- en monetaire ontwikkelingen. Daarnaast spelen ook bedrijfsspecifieke elementen een rol en die worden mogelijks beïnvloed door beleggingsinformatie. Een derde en laatste stap betreft de integratie van de beleggingsadviezen in ons model.

A. Verwacht en extra aandelenrendement

Aandelen worden zowel door verwachte als onverwachte factoren bepaald. Het Arbitrage Pricing Model (A.P.M.) laat toe verwachte en onverwachte componenten te scheiden. Ross ((1976a), (1976b)) slaagde er namelijk in een verklaring te vinden voor de verwachte komponent. Hij toonde aan het verwacht rendement samengesteld is uit een risicovrije rentevoet en een aantal risicopremies. Deze risicopremies zijn een vergoeding voor veranderingen in algemene marktfactoren die de markt in haar geheel beïnvloeden zoals bijvoorbeeld inflatie. Bedrijfsspecifieke factoren daarentegen beïnvloeden slechts een onderdeel van de markt. Bij concrete toepassingen is het niet noodzakelijk dat men de marktfactoren nauwkeurig kan identificeren. Door gebruik te maken van de techniek van factoranalyse kan men namelijk de algemene marktveranderingen uit de aandelenprijzen afleiden. Hierdoor kan men dus op basis van de aandelenprijzen een verklaring vinden voor het verwacht rendement. Het verwacht rendement is de normale vergoeding voor het risico dat men neemt door in aandelen te beleggen.

De volgende stap bestaat er in het verschil te nemen tussen het werkelijk rendement en het verwachte rendement. Deze bewerking levert ons per dag en per aandeel het niet verwachte rendement op.

B. Markt- en bedrijfsspecifiek niet verwacht rendement

Dit niet verklaard rendement bestaat echter uit twee componenten: het niet verwacht marktrendement en het niet verwacht bedrijfsspecifiek rendement. Beleggingsadviezen maken deel uit van bedrijfsspecifieke informatie. Om deze informatie af te zonderen moeten we het niet verwacht rendement nog verder bewerken.

We gaan hierbij uit van een eenvoudige opsplitsing. Per dag berekenen we het gemiddelde van het niet verwacht rendement voor een ruime groep van aandelen. Dit gemiddelde, v , beschouwen we als het niet verwacht marktrendement en schrijven we wiskundig als:

$$v = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N v_i \quad (1)$$

waarbij N het aantal aandelen is en v_i staat voor het niet verwacht rendement voor aandeel i .

Vervolgens trekken we van het niet verwacht rendement voor aandeel i dit gemiddelde af om zo het niet verwacht bedrijfsspecifiek rendement (van nu af extra rendement genoemd) over te houden voor dit aandeel (zie Hawawini (1984)).

$$ER_i = v_i - v \quad (2)$$

Dit extra rendement kan berekend worden op dagbasis alsook voor langere perioden.

Met de hierboven beschreven techniek berekenden we voor negen Belgische aandelen het extra rendement voor de periode 19 oktober 1989 - 21 november 1990 (een totaal van 286 beursdagen). De negen aandelen zijn Acec, Barco, Bekaert, Belcofi, D'Ieteren, Prominvest, Spadel, Tiense Suiker en Tessengerlo.

C. Extra rendement en beleggingsadviezen

Als laatste stap in onze werkwijze verklaren we het extra rendement aan de hand van de adviezen gegeven door beleggingsbladen. For-

meel gebeurt dit door het schatten van de volgende regressievergelijking voor een individueel aandeel i .

$$ER_{ij} = a_{ij} D_{ij} + e_{ij} \quad (3)$$

met j = beleggingshorizon, D_{ij} is de beleggingsvariabele, a_{ij} is de winstcoëfficiënt van het beleggingsadvies en e_{ij} is de storingsterm van de regressie.

De index j verwijst naar de "beleggingshorizon". Met "beleggingshorizon" bedoelen we de periode waarvoor het extra rendement berekend wordt. Zoals verder nog uitgelegd wordt, beschouwen wij vier alternatieven inzake beleggingshorizon.

De variabele D_{ij} vat de adviezen van de beleggingsbladen samen. In deze studie beperken we ons tot drie beleggingsbladen, nl. Budget Week, Swingtrend en de rubriek beleggen van Trends (kortweg Trends genoemd).

De drie onderzochte bladen worden zowel in het Nederlands als in het Frans gepubliceerd en zijn zover onze informatie strekt strikt redactioneel onafhankelijk. In elk beleggingsblad richten wij ons op de rubrieken die de kwalitatieve uitspraken over aandelen samenbrengen in een tabel. De meeste bladen weiden uit over een aantal aandelen en geven een geschreven analyse van de toestand van het bedrijf en het aandeel. Naast deze geschreven rubrieken is er in ieder blad ook een tabel waarin zich naast een aantal financiële gegevens ook een kwalitatieve uitspraak bevindt betreffende het aandeel. Het zijn deze uitspraken die we getoetst hebben.

Hierbij werd overgegaan tot een noodzakelijke uniformisering. De drie bladen formuleren hun uitspraken namelijk anders. Swingtrend geeft expliciet aan of het gunstig of ongunstig is om het aandeel te kopen. In Budget Week vergelijkt men de werkelijke waardering met de volgens het blad correcte waardering. Men gaat dus na of er aandelen zijn die over- of ondergewaardeerd zijn. In Trends tenslotte worden de ondernemingen gerangschikt van zeer goed naar zeer speculatief. Deze laatste soort van adviezen is anders dan de adviezen van de vorige twee bladen. Bij Trends gaat het namelijk meer om lange termijn adviezen, daar waar Swingtrend en Budget Week zich eerder richten op de korte termijn.

Hoewel de beleggingsbladen hun adviezen meestal in meer dan drie categorieën opdeelden werden ze door ons tot drie groepen gereduceerd. Wij onderscheiden een koop-, verkoop- of helemaal

geen advies. Van de drie bladen bracht Swingtrend de minste adviezen uit maar anderzijds veranderden de adviezen sneller dan de andere twee. Bij Budget Week en de Belegger werd over lange periodes eenzelfde advies gegeven.

Het is belangrijk de beperkingen van onze benaderingswijze correct in te schatten. Wij houden geen rekening met de eventuele bijkomende inzichten over aandelenmarkten en de bedrijfswereld die een belegger afleidt uit de aandelenrubriek van het beleggingsblad. We maken verder geen onderscheid tussen sterke en zwakke koopsignalen.

Technisch wordt de beleggingsvariabele D_{ij} als een Dummy geconstrueerd waarvan de waarde afhangt van (i) of het beleggingsblad een koop-, verkoop- of helemaal geen advies uitbrengt over het aandeel en (ii) van de beleggingshorizon. Een positieve (negatieve) waarde van D_{ij} duidt op een koopadvies (verkoopadvies)¹.

De coëfficiënt a_{ij} is de bruto winstcoëfficiënt van het beleggingsadvies. Deze parameter meet de percentage verandering in het extra rendement dat volgt op het beleggingsadvies. Een positieve coëfficiënt houdt in dat een koopadvies (verkoopadvies) systematisch gevolgd wordt door een positief (negatief) extra rendement op het desbetreffende aandeel. In dat geval zijn er winstmogelijkheden voor de belegger die het advies opvolgt. Bij de winstbepaling moet men echter ook rekening houden met de transactiekosten op de beurs. Concreet betekent dit dat men bij een koopadvies de aandelen aankoopt bij het begin en verkoopt bij het einde van de beleggingsperiode. Bij een verkoopadvies doet men het omgekeerde.

Een schatting van de transactiekosten op de Brusselse beurs vindt men in Tabel 1. In deze tabel is een vast recht van 200 of 300 BF per transactie niet opgenomen. Bovenop dit vast recht betaalt men voor bedragen onder de 5 miljoen BF op de termijnmarkt een kost van 1% per transactie. Die kost bestaat voornamelijk uit een make-larsloon verhoogd met een aanvullend recht en een beurstaks. Aangezien een belegging een dubbele transactie impliceert, bedraagt de totale variabele kost op kleine transacties rond de 2%. De kosten dalen enigszins bij grotere transacties en liggen iets hoger op de contantmarkt.

TABEL 1

Benadering van de variabele kosten verbonden met aandelentransacties op de Beurs van Brussel (in % van de waarde van de transactie)

		Contantmarkt	Termijnmarkt
Makelaarsloon (a)			
	$\times \leq 5$ miljoen	1.0	0.8
5 miljoen <	$\times \leq 10$ miljoen	0.8	0.6
10 miljoen <	$\times \leq 20$ miljoen	0.4	0.3
20.000.000 <	$\times \leq 30$ miljoen	overeen te komen maar minimaal 130.000 fr. per transactie	
	$\times > 30$ miljoen	idem	overeen te komen maar minimaal 120.000 fr. per transactie
Aanvullend recht	0.03	0.03	
Beurstaks (b)	0.17		0.17

(a) Volgens de wet van 4 februari 1991, gepubliceerd in het BS op 06/02/1991 van pag. 2318 t.e.m. 2323.

(b) Volgens de wet van 4 december 1990, verschenen in het BS op 22/12/1990 van 23800-23895.

De netto gerealiseerde winst bekomt men door van de bruto winstcoëfficiënt de kosten af te trekken die noodzakelijk zijn om het beleggingsadvies op te volgen. Een correct beleggingsadvies (een positieve a_{ij}) betekent dus niet automatisch een garantie voor effectief gerealiseerde winst. Rekening houdend met een transactiekost van 2% wordt een beleggingsadvies winstgevend wanneer a_{ij} groter is dan 0.02. Deze waarde vormt de kritische drempel voor onze interpretatie van de geschatte winstcoëfficiënten.

Vanzelfsprekend wijst een negatieve a_{ij} op een onbruikbaar beleggingsadvies aangezien men de belegger aanraadt aandelen te kopen (verkopen) die op het einde van de beleggingsperiode in waarde gedaald (gestegen) zijn.

De keuze van de beleggingsperiodes benaderden we vanuit het standpunt van de korte termijn en/of speculatieve belegger. Dit sluit aan bij het perspectief van de beleggingsbladen die vaak in vrij korte tijd menigvuldig beleggingsadvies over hetzelfde aandeel geven. Meer bepaald onderscheiden we vier scenario's.

In het eerste geval (met $j = 1$) is de beleggingshorizon de dag van de publikatie van het beleggingsblad. We veronderstellen met andere woorden dat de belegger onmiddellijk reageert als hij het

TABEL 2
Resultaten van Swingtrends

	Aankondigingseffect	Day after effect	Trend na aankondiging	Trend voor aankondiging
	ai_1	ai_2	ai_3	ai_4
ACEC	-0,00724 (0,06618)	0,08310 (0,07942)	-0,02019 (0,00959)*	0,04882 (0,01537)*
BARCO	0,00171 (0,00938)	0,01578 (0,05696)	0,00591 (0,00855)	-0,00407 (0,01046)
BEKAERT	-0,00242 (0,07192)	0,01968 (0,05627)	0,00039 (0,00754)	0,03618 (0,00959)*
BELCOFI	-0,00221 (0,02670)	-0,00764 (0,05354)	0,03831 (0,00781)	0,05551 (0,01139)*
D'IETEREN	-0,00048 (0,13881)	0,00387 (0,05059)	0,02561 (0,00724)*	0,00880 (0,00830)
PROMINVEST	0,00193 (0,21013)	0,06794 (0,08612)	0,01145 (0,01074)	0,01166 (0,01063)
SPADEL	-0,00461 (0,08033)	-0,00258 (0,00860)	0,00085 (0,00135)	0,00638 (0,00136)*
TIENSE SUIKER	-0,00757 (0,00817)	-0,13606 (0,12261)	-0,00527 (0,01271)	-0,00022 (0,01386)
TESSENDERLO	0,00730 (0,00349)*	0,01573 (0,06014)	0,01498 (0,00765)	-0,00745 (0,01096)

advies ontvangt. Bij een koopadvies koopt hij het door het beleggingsblad gesuggereerde aandeel en verkoopt het aandeel de dag nadien. Bij een verkoopadvies gaat hij omgekeerd te werk. De winstcoëfficiënt ai_1 meet dan het "aankondigingseffect", dat is het extra rendement van het aandeel op de dag van het verschijnen van het beleggingsblad.

Geval 2 gaat uit van een ietwat vertraagde reactie van de belegger. Hij voert het advies een dag na de publikatie in het beleggingsblad. Niettemin houdt hij ook hier het aandeel slechts één dag in portefeuille. De winstcoëfficiënt ai_2 meet voor aandeel i het extra rendement volgend op de dag van publikatie, "the day after effect" zo men wil.

In het derde geval gaan we de winstmogelijkheden na op basis van het advies als men een beleggingshorizon van zeven dagen hanteert. Dit betekent dus dat we het gemiddeld extra rendement schat-

TABEL 3
Resultaten van Trends

	Aankondiging- seffect	Day after ef- fect	Trend na aan- kondiging	Trend voor aankondiging
	ai_1	ai_2	ai_3	ai_4
ACEC	-0,006210 (0,168734)	0,009774 (0,168733)	0,004347 (0,000648)*	0,0000745 (0,009136)
BARCO	-0,004411 (0,021581)	-0,006357 (0,021579)	-0,009447 (0,015599)	-0,025662 (0,012715)*
BEKAERT	0,014155 (0,193674)	0,001511 (0,193676)	0,035343 (0,013666)*	0,000886 (0,010848)
BELCOFI	-0,005548 (0,168885)	-0,006582 (0,168884)	-0,000356 (0,000439)	0,004049 (0,001262)*
D'IETEREN	-0,007482 (0,444438)	0,006590 (0,444437)	0,001601 (0,012466)	-0,025629 (0,013704)
P R O M I N - V E S T	-0,003592 (0,492812)	-0,012625 (0,492811)	-0,031955 (0,012861)	0,038326 (0,019556)
SPADEL	0,027095 (0,254050)	0,024139 (0,254045)	0,002572 (0,002775)	-0,006190 (0,001259)*
TIENSE SUI- KER	-0,004892 (0,18299)	0,020879 (0,08257)	0,004605 (0,001373)*	0,018874 (0,020626)
TESSENDER- LO	0,011175 (0,007975)	-0,011281 (0,007974)	0,005563 (0,011943)	0,009608 (0,007900)

ten van de week volgend op een advies. Het gaat hier om een trend-effect na de aankondiging.

Tenslotte schatten we met methode 4 het trendeffect voor de aankondiging. We schatten de parameter ai_4 die de winst berekent voor de belegger die het advies zeven dagen voor de publikatie opvolgt. Dit is uiteraard een hypothetisch experiment.

III. EEN OVERZICHT VAN DE RESULTATEN

Tabellen 2, 3, en 4 bevatten de schattingsresultaten voor respectievelijk Swingtrend, Trends en Budget Week. In iedere tabel wordt het aankondigingseffect, het day after effect, de trend na aankondiging en de trend voor aankondiging weergegeven. Onder de waarde van elke geschatte winstcoëfficiënt vindt men de standaardfout tussen haakjes aangeduid. Een * betekent dat de coëfficiënt statistisch sig-

TABEL 4
Resultaten van Budget Week

	Aankondigingseffect	Day after effect	Trend na aankondiging	Trend voor aankondiging
	ai_1	ai_2	ai_3	ai_4
ACEC	-0,003551 (0,002743)*	0,001862 (0,032176)	0,01142 (0,006608)	0,013420 (0,005827)*
BARCO	-0,000795 (0,002158)	-0,000642 (0,007700)	0,011226 (0,008434)	0,033339 (0,023263)
BEKAERT	-0,000163 (0,001630)*	-0,000853 (0,052230)	0,005306 (0,007050)	0,046963 (0,022768)*
BELCOFI	0,000734 (0,001570)	0,002945 (0,023648)	-0,009620 (0,006005)	-0,023739 (0,009718)*
D'IETEREN	0,000848 (0,001742)*	0,000581 (0,119856)	0,000506 (0,004645)	0,002996 (0,005412)
P R O M I N - V E S T	-0,001880 (0,001912)	-0,000820 (0,132901)	-0,012731 (0,007990)	-0,009683 (0,007748)
SPADEL	-0,000507 (0,002475)*	-0,002471 (0,048445)	-0,011435 (0,003038)*	0,011777 (0,005122)*
TIENSE SUI- K E R	0,000125 (0,001282)	0,000594 (0,002467)	-0,000945 (0,000287)*	-0,001785 (0,002863)
TESSENDER- L O	0,000829 (0,002643)	-0,001331 (0,002642)	0,003551 (0,008740)	-0,15819 (0,008758)

nificant van nul verschilt voor een betrouwbaarheidsinterval van 95 %.

Wij beoordelen eerst het nut van de beleggingsadviezen voor de belegger aan de hand van de effecten die na de publikatie van het beleggingsblad optreden. Het betreft hier de winstcoëfficiënten in de eerste drie kolommen van elke tabel.

Het valt op bij de drie beleggingsbladen dat een groot aantal van deze coëfficiënten ofwel negatief zijn ofwel niet significant van nul verschillen. Zoals eerder gesteld duiden negatieve coëfficiënten op een misleidend beleggingsadvies. Niet significante a_{ij} zijn evenmin bruikbaar voor de belegger omdat er dan geen statistisch verband is tussen het beleggingsadvies en daarop volgende koersontwikkeling.

Bovendien liggen ook drie van de significante positieve winstcoëfficiënten onder de kritische winstdrempel van 0.02 (2%). Dit geldt voor het aankondigingseffect van Swingtrend voor het *Tessenderlo*

aandeel en de trendeffecten na aankondiging van Trends bij *Acec* en *Tiense Suiker*.

Hiertegenover staat dat de beleggingsbladen in de beschouwde periode systematisch winstgevende beleggingsadviezen opleveren voor een beperkt aantal aandelen. De lezers van Swingtrend met een beleggingshorizon van een week (het trendeffect na aankondiging) boeken winst als zij in *Belcofi* of *D'Ieteren* beleggen. Winstmogelijkheden voor dezelfde belegginghorizon zijn er wanneer men het beleggingsadvies van Trends inzake *Bekaert* opvolgt. Budget Week formuleert geen enkel winstgevend beleggingsadvies.

Uit onze resultaten blijkt ook het belang van de beleggingshorizon. Bij de drie beleggingsbladen treden er geen statistisch significante effecten op de dag van en op de dag na de publikatie. Reacties in de aandelenkoersen neemt men slechts waar wanneer men de week na het verschijnen van het beleggingsblad in aanmerking neemt.

Deze resultaten bevestigen grotendeels de evaluatie van de beleggingsadviezen van Trends door Daems en Vermaelen (1984). Deze auteurs beschouwen de periode van 15 februari 1979 tot en met 16 september 1982 en maken gebruik van meerdere schattingsmethodes, een ruimere steekproef van aandelen en een langere beleggingshorizon. Zelfs zonder rekening te houden met transactiekosten, vinden zij geen statistisch significante relatie tussen de voorspellingen van Trends en de evolutie van de extra rendementen. Anders gezegd is het opvolgen van Trends' beleggingsadvies niet winstgevend.

De laatste kolom van elke tabel schat de a_{i_4} coëfficiënt, dit is het verband tussen het beleggingsadvies en de koersontwikkeling een week voor de publikatie van het beleggingsadvies. Opmerkelijk genoeg is er voor de drie beleggingsbladen een significant positief of negatief verband voor meerdere aandelen. Dit is een interessant resultaat dat vatbaar is voor meerdere interpretaties.

Eenzijds duidt een positieve a_{i_4} op winstmogelijkheden voor een belegger die voor de publikatie handelt overeenkomstig de informatie vervat in het beleggingsblad. Dit veronderstelt dan wel dat de belegger over deze informatie kan beschikken vóór het verschijnen van het beleggingsblad.

Anderzijds kan een significante waarde van a_{i_4} wijzen op een eenvoudige technische benadering van het beleggingsblad in het formuleren van beleggingsadviezen. Een positieve a_{i_4} betekent immers dat een koopadvies (verkoopadvies) systematisch optreedt bij aandelen

die de week voordien een positief (negatief) rendement vertoonden. Simplistisch gesteld volgt het beleggingadvies de aandeelprestaties van de voorafgaande week. Bij een significant negatieve coëfficiënt voor a_4 raadt het beleggingsblad systematisch aan aandelen te kopen (verkopen) die de week voordien in waarde daalden (stegen). Volgens Daems en Vermaelen (p 159) worden de beleggingsadviezen van Trends opgesteld op grond van dergelijke technische vuistregels.

IV. BESLUIT

Dit artikel evalueert de beleggingsadviezen van Budget Week, Swing-trend en Trends voor negen Belgische aandelen. Hierbij wordt gebruik gemaakt van een eenvoudig statistisch model dat het bedrijf-specifiek extra aandelenrendement relateert tot de koop- en verkoopadviezen van de beleggingsadviezen. De beschouwde beleggingshorizon strekt zich uit van een week vóór tot een week na het verschijnen van het beleggingsblad.

Volgt een belegger best de adviezen op die hij leest in het beleggingsblad? Algemeen gesteld trekken onze bevindingen de waarde van de beleggingsadviezen in twijfel. Vaak zijn de adviezen onbruikbaar of zelfs misleidend. Winstgevende tips komen voor maar zijn aandeelspecifiek en bovendien veelal afhankelijk van de gekozen beleggingshorizon waardoor de belegger onzeker is over de timing van zijn koop- en verkooporders. Eén van de beschouwde beleggingsbladen, Budget Week, levert geen enkel winstgevend beleggingsadvies op.

Om die redenen is het rendement van een gediversifiëerde portefeuille van Belgische aandelen, samengesteld op grond van de koop- en verkoopadviezen, wellicht weinig aantrekkelijk. Een speculatieve belegger die de beleggingstips volgt voor welbepaalde aandelen boekt mogelijks winst maar loopt evenzeer het risico van een groot verlies.

Merkwaardig genoeg stelt onze analyse bij vele aandelen een statistisch significant verband vast tussen de koersevolutie voor de publicatie van het beleggingsblad en het geleverde beleggingsadvies. Dit lokt vragen uit over de beleggingsstrategie en de uiteindelijke functie van een beleggingsblad. 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 be-

leggingsblad zijn adviezen? Maakt het hierbij gebruik van eenvoudige "chartistische" extrapolaties gebaseerd op recente koersontwikkelingen? Of baseert het zich op het (verwachte) bedrijfsresultaat van het betrokken aandeel? Onze analysetechniek geeft geen antwoord op deze vragen die echter in toekomstig onderzoek verder aan bod komen.

De hier gebruikte benadering kent nog andere beperkingen. De beschouwde beleggingshorizon is kort. In werkelijkheid kopen een aantal beleggers aandelen om een langere tijd in hun portefeuille te bewaren. Daarom is het interessant om de waarde van de beleggingsadviezen na bijvoorbeeld drie, zes of twaalf maanden te beoordelen. Verder reduceert onze studie alle informatie verstrekt door de beleggingsbladen tot een koop- en verkoopadvies. Bovendien is de keuze van de beleggingsbladen en de aandelen arbitrair en beperkt. Een gelijkaardige analyse voor een ruimere steekproef van aandelen en beleggingsadviezen geeft een meer volledig beeld van de doeltreffendheid van de beleggingstips. Tenslotte geeft deze studie geen inzicht in de mogelijke invloed van de beleggingsadviezen op de aandelenkoersen. Anders gesteld meten we correlatie maar geen causaliteit. Een diepgaande causaliteitsanalyse leidt wellicht tot boeiende inzichten in de werking van de Brusselse beurs.

NOTES

1. Een uitgebreide technische analyse vindt men in Van Camp (1991).

REFERENTIES

- Daems,R. en T.Vermaelen, 1984, Hoe goed is Trends' Beleggingsadvies? *Tijdschrift voor Economie en Management* 29, 2, 5-171.
- Hawawini,G., 1984, European Equity Markets: A Review of the Evidence of Price Behavior and Efficiency, in Hawawini, G. and Michel, ed., *European Equity Markets*, (Garland, Garland Publishing Inc.), 1-80.
- Ross,S.A., 1976a, The Arbitrage Pricing Theory of Capital Asset Pricing, *The Journal of Economic Theory* 13, 341-360.
- Ross,S.A., 1976b, Risk, Return and Arbitrage, in Friend, I. and Bicksler, J., ed., *Risk and Return in Finance*, (Cambridge, Mass, Ballinger), 189-218.
- Van Camp,G., 1991, Beleggingsadviezen en efficiëntiemeting op de beurs van Brussel, *Licenciaatsverhandeling*, (Leuven), 62.
- Wijmenga,R.T., 1986, Beleggingsadviezen en buitengewoon rendement, (Offsetdrukkerij Kanters B.V., Alblasserdam), 235.