

# Koersbewegingen rond de publicatie van beleggingsadviezen op de Nederlandse aandelenmarkt van 1995 tot 2013

Dirk Gerritsen

**SAMENVATTING** Financieel analisten publiceren adviezen om aandelen te kopen, houden of verkopen. Ongeveer de helft van alle gepubliceerde adviezen betreft een koopadvies. De publicatie van deze adviezen gaat gepaard met buitengewone aandelenrendementen, waarbij opwaarderingen doorgaans gerelateerd zijn aan koersstijgingen en afwaarderingen aan koersdalingen. De grootste koersverandering vindt plaats voorafgaand aan de uitgifte van het advies. Na de bekendwording van een afwaardering daalt de koers gemiddeld gezien ook nog in de erop volgende week.

**RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK** Op- en afwaarderingen worden snel in de aandelenkoers verwerkt. Een groot deel van de koersbeweging vindt plaats voorafgaand aan de publicatie van het advies, mogelijk als gevolg van het lekken van ophanden zijnde analistenrapporten (Irvine et al., 2007; Busse et al., 2012). Deze observatie rechtvaardigt een discussie over de effectiviteit van de Nederlandse beleidsregels omtrent de circulatie van informatie die mogelijk tot koersveranderingen leidt. Adviesverlagingen werken ook in de week na publicatie nog door in de koers. Bij aankoopintenties van recent afgewaardeerde aandelen, is het raadzaam om tot een week na adviesverlaging te wachten.

## 1 Introductie

De meerderheid van de beursgenoteerde ondernemingen wordt gevolgd door een of meerdere financieel analisten (in het vervolg ook analisten of beleggingsanalisten genoemd).<sup>1</sup> Analisten analyseren doorgaans fundamentele bedrijfs- en sectorinformatie voor een aantal bedrijven binnen dezelfde sector (Beneish et al., 2001). Er wordt veel gebruikgemaakt van door accountants goedgekeurde informatie. De jaarrekening wordt bijvoorbeeld gebruikt om winstgevendheidsratio's en

historische groeicijfers te berekenen. Abarbanell en Bushee (1998) laten in dit kader zien dat veranderingen in accountinginformatie – zoals het debiteuren-saldo, de voorraden en de brutowinstmarge – gerelateerd zijn aan de hoogte van het toekomstige aandelenrendement. Beleggingsanalisten gebruiken niet alleen historische informatie, maar stellen ook toekomstige winsttaxaties op. Vervolgens voeren zij een waarderingsexercitie uit. Demirakos et al. (2004) toonden aan dat analisten als model zowel *multiples* (bijvoorbeeld de koers-winstverhouding) gebruikten als de *discounted cash flow*-methodiek. Deze waardering wordt vervolgens vergeleken met de huidige aandelenkoers (Abarbanell & Bushee, 1998). Ten slotte schrijven analisten een rapport waarin onder meer een beleggingsadvies wordt gegeven over het onderhavige aandeel: moet een belegger het aandeel kopen, vasthouden, of verkopen? Hoewel de terminologie per bank verschilt, worden deze aanbevelingen gewoonweg op een vijfpuntsschaal gepubliceerd. De generieke benamingen voor de mogelijke adviezen zijn *strong buy*, *buy*, *hold*, *sell*, en *strong sell*.

De koersreactie na beleggingsaanbevelingen geeft een indicatie over de mate van marktefficiëntie. De Efficiënte Markt Hypothese (EMH; Fama, 1965; Samuelson, 1965; Fama, 1970) gaat ervan uit dat beleggers rationele verwachtingen hebben en dat ze winstmaximalisatie nastreven. Concurrentie tussen beleggers zorgt er voor dat alle informatie snel in aandelenkoersen zal zijn verwerkt. Als gevolg hiervan zal alle beschikbare informatie in de koers zijn opgenomen. De koers zal dus slechts reageren op nieuwe informatie die op continue basis wordt verwerkt. Met andere woorden, de aandelenkoers volgt een 'random walk'-patroon. Fama (1970) deelde de EMH op in drie verschillende vormen, te weten de zwakke, semi-sterke en sterke vorm. De zwakke vorm dicteert dat historische han-

delsinformatie (koersen, handelsvolumes) in de huidige koers van het aandeel is verwerkt; de semi-sterke vorm houdt in dat alle publiek beschikbare informatie (o.a. winstgevendheid) in de koers is verwerkt; en de sterke vorm betekent dat alle informatie (ook die waarover slechts het management beschikt) in de koers is verwerkt.

Aangezien analisten hun aanbeveling baseren op publieke informatie (de Wet op het financieel toezicht bepaalt dat niet-publiek beschikbare informatie niet mag worden gebruikt), zouden buitengewone rendementen na analistenadviezen duiden op niet volledig semi-sterke marktefficiëntie.

In dit artikel wordt het verband onderzocht tussen analistenadviezen en aandelenkoersen in Nederland in de periode 1995 – 2013. Hiertoe wordt de koersvorming in de maand rond de publicatie van adviezen onderzocht. Het hoofddoel van deze analyse is de bepaling van de voorspellende waarde van analistenadviezen op aandelenkoersen, op basis waarvan handvatten gegeven kunnen worden aan beleggers die dagelijks blootstaan aan een stroom van beleggingsaanbevelingen. Hiernaast geeft deze analyse tevens een indicatie van de mate van marktefficiëntie van de Nederlandse beurs.

Het artikel is als volgt opgebouwd. In de volgende paragraaf volgt een literatuurbespreking, waarna paragraaf 3 de data en methodologie bespreekt. De vierde paragraaf bevat de resultaten. Het artikel eindigt met een conclusie.

## 2 Literatuur

In de relatief vroege literatuur over beleggingsanalisten worden koersbewegingen rond de afgifte van een advies geanalyseerd – onafhankelijk van de hoogte van eerder afgegeven adviezen. Diefenbach (1972) bestudeerde koop- en verkoopadviezen op de Amerikaanse markt in de periode 1967 – 1969. Slechts 47% van de aandelen met een koopaanbeveling presteerden beter dan de markt; het gemiddelde buitengewone rendement was wel positief met 2,7%, maar er was geen statistische toets op losgelaten. Verkoopadviezen werden gevolgd door een 52-weeks rendement dat 11,2% lager lag dan dat van de markt. Bidwell (1977) analyseerde alleen Amerikaanse koopadviezen voor de periode 1970 tot 1973 en vond dat aandelen niet significant verschillend van de markt presteerden na afgifte van een koopadvies.

Het merendeel van de beleggingsadviezen bestaat uit herhalingen van reeds bestaande adviezen. In die gevallen brengt het nieuwe advies niet altijd relevante beleggingsinformatie met zich mee. Vanaf de jaren 90 werd daarom in de literatuur vooral gekeken naar koersbewegingen in relatie tot de richting van advieswijzigingen. Stickel (1995) analyseerde Amerikaanse aanbevelingen voor de periode 1988-1991. Adviesver-

hogingen tot *buy* en *strong buy* presteerden 0,90%, 0,30% en 0,25% beter dan de markt in de perioden van [0, 10], [11, 20] en [21, 30] dagen vanaf de publicatie van het rapport. Adviesverlagingen tot *hold*, *sell* en *strong sell* gingen gepaard met significant negatieve rendementen. Een nadere beschouwing leerde dat een verhoging tot *strong buy* gepaard ging met een sterkere koersreactie dan een verhoging tot *buy* en hetzelfde gold voor een verlaging tot *sell* en *strong sell* in vergelijking met een verlaging tot *hold*. Womack (1996) bestudeerde buitengewone rendementen voor Amerikaanse adviezen afgegeven in de periode 1989 tot 1991. Womack (1996) analyseerde adviesverhogingen tot *strong buy* en vanaf *strong sell*, en adviesverlagingen vanaf *strong buy* en tot *strong sell*, en vond significant positieve rendementen in de drie dagen rond de advieswijziging voor verhogingen tot *strong buy*, en significant negatieve rendementen voor verlagingen vanaf *strong buy* en verlagingen tot *strong sell*. Barber et al. (2001) bevestigden deze resultaten voor Amerikaanse aandelen voor de periode 1985-1996; zij lieten zien dat adviesverhogingen gewoonweg gepaard gaan met positieve buitengewone rendementen terwijl adviesverlagingen gekenmerkt worden door negatieve buitengewone rendementen. Voor de Nederlandse situatie is er een aantal verschillende studies uitgevoerd. Deze studies worden gekenmerkt door een zeer korte tijdsperiode (Zonnenberg et al., 1998; Petersen, 1998) of een beperkte steekproef (alleen NOVA top-5 in Laeven & Jacobsen, 2001; slechts in Beursplein 5 gepubliceerde adviezen in Heydenrijk & Plantinga, 2002; alleen adviezen uit Elseviers Magazine, Beleggers Belangen en de Financiële Koerier in Wijnga, 1987). Dek en Van Giersbergen (2009) keken niet naar de koersimpact van gepubliceerde adviezen, maar bestudeerden het rendement van dagelijks wijzigende portefeuilles samengesteld op basis van adviezen.

Deze studie is zover bekend de eerste die op basis van een grote database analistenadviezen onderzoekt op de Nederlandse markt over een lange periode.

## 3 Data en methodologie

De gebruikte adviezen zijn afkomstig van de Thomson Reuters I/B/E/S database (in het vervolg IBES). IBES houdt de gepubliceerde adviezen bij van zowel lokale als internationale analisten. Ten behoeve van dit onderzoek zijn alle in Nederland genoteerde aandelen onderzocht waarover analisten adviezen hebben gepubliceerd. Er zijn drie additionele criteria voor opname in het onderzoek: (1) aandelen moeten in euro's (of gulden) genoteerd staan, (2) aandelen moeten minimaal 1 jaar koershistorie hebben, en (3) in lijn met Ertimur et al. (2011) zijn centenfondsen (aandelen waarbij de koers onder – omgerekend – een euro noteren) uitgesloten. De eerste gerapporteerde adviezen in deze dataset zijn van november 1993. Het aantal adviezen in

1993 en 1994 is met respectievelijk 6 en 27 zeer beperkt, waardoor de onderzoeksperiode begint in 1995. Het laatst gebruikte advies stamt uit april 2013. Het onderzoek is gebaseerd op in totaal 56363 adviezen over 236 verschillende aandelen. Bedrijven die van naam zijn veranderd, zijn hierbij enkel geteld (bijvoorbeeld TNT vs. TPG en OPG vs. Mediq). De adviezen zijn uitgegeven door 230 verschillende analistenfirma's. De top-3 in termen van het aantal gepubliceerde adviezen, met tussen haakjes het aantal adviezen, zijn Kempen & Co (3336), ABN Amro (3090) en Petercam (2723). Grote internationale zakenbanken in de top-10 zijn UBS (1850), Goldman Sachs (1812) en J.P. Morgan (1472). Tabel 1 beschrijft de gebruikte sample.

Tabel 1 laat zien dat het aantal adviezen per jaar ruwweg is verdubbeld van ongeveer 2000 adviezen in de eerste jaren van de onderzoeksperiode tot ongeveer 4000 adviezen gedurende de laatste periode. Het aantal analisten dat adviezen afgeeft voor Nederlandse aandelen is in lijn hiermee ook gestegen. In contrast hiermee is het totaal aantal aandelen waarover aanbevelingen worden gedaan juist gedaald. Deze daling is in lijn met de afname van het aantal beursgenoteerde bedrijven in Nederland (World Bank, 2014). Ruwweg

de helft van alle gepubliceerde aanbevelingen betreffen *buy* en *strong buy*-adviezen. Ook in jaren met negatieve beursrendementen zoals 2008 bestaat zo goed als de helft van het aantal gepubliceerde aanbevelingen uit dit type adviezen. Opvallend is dat slechts één op de zes adviezen een *sell* of *strong sell* is. De laatste kolom beschrijft het gemiddeld gepubliceerde advies per jaar. Een *strong buy* wordt in de dataset gecodeerd met een 1 en een *strong sell* met een 5. Het gemiddelde advies zit precies tussen *buy* en *hold* in. Figuur 1 brengt de verdeling van de adviezen duidelijker in kaart. De figuur laat zien dat analisten gemiddeld gezien positief zijn over aandelen: 22 procent van de adviezen betreft *strong buy*, 26 procent *buy*, 36 procent *hold*, 11 procent *sell* en 5 procent *strong sell*.

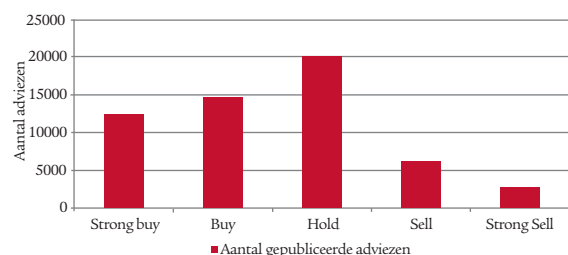
De wetenschap brengt belangenconflicten bij analisten naar voren als verklaring voor deze scheve verdeling. McNichols en O'Brien (1997) beschrijven drie verschillende voorbeelden. Ten eerste kan een negatief advies over een bedrijf leiden tot minder inkomsten van dat bedrijf aan de kant van de investeringsbank. Ten tweede leidt een koopaanbeveling tot meer handel en dus commissie-inkomsten dan een verkoopadvies. Ten derde zou een negatief advies kunnen leiden tot

**Tabel 1 Beschrijvende statistiek**

Jaar	Aantal adviezen	Aantal aandelen	Aantal analisten	% buy en strong buy	% hold	% sell en strong sell	Gemiddeld advies
1995	1509	105	54	42%	40%	17%	2,61
1996	2206	126	59	40%	44%	16%	2,64
1997	1983	134	58	43%	42%	15%	2,58
1998	2585	144	69	38%	44%	19%	2,71
1999	1970	155	72	49%	38%	13%	2,47
2000	1682	134	74	51%	39%	11%	2,43
2001	2199	145	77	43%	38%	19%	2,70
2002	3012	128	76	41%	39%	20%	2,72
2003	3132	113	74	43%	37%	20%	2,67
2004	3137	107	72	43%	37%	20%	2,64
2005	3224	103	75	48%	35%	17%	2,51
2006	3692	106	80	52%	33%	15%	2,40
2007	3738	104	85	54%	33%	13%	2,34
2008	4352	105	86	47%	35%	18%	2,51
2009	4591	97	89	46%	36%	18%	2,56
2010	4200	94	90	56%	30%	14%	2,34
2011	4020	91	93	57%	31%	12%	2,31
2012	4023	87	85	55%	31%	14%	2,36
2013*	1108	69	71	46%	41%	13%	2,53

\*Noot: 2013 omvat adviezen afgegeven tot en met 18 april

**Figuur 1** Verdeling van de adviezen



een moeizame relatie met het bedrijfsmanagement met als gevolg een slechtere informatievoorziening. Ondanks aanwijzingen voor deze redenen in de empirische literatuur, vinden McNichols en O'Brien (1997) ook indicaties voor een bepaalde mate van zelfselectie onder analisten. Ter illustratie hiervan geeft Reingold (2007), zelf een oud-aandelenanalist, ook aan dat de oververtegenwoordiging van positieve adviezen komt doordat analisten geen interesse hebben in het volgen van aandelen waarin zij geen brood zien.

Tabel 2 geeft een overzicht van de herkomst van alle adviezen in de dataset. In 31555 gevallen gaat het om publicaties waarin het uitstaande advies slechts wordt herhaald. In 12915 adviezen was er sprake van een adviesverlaging en in 11893 gevallen van een adviesverhoging. Ook in tabel 2 is de ondervertegenwoordiging van *sell* en *strong sell*-adviezen duidelijk te zien.

**Tabel 2** De richting van de adviesveranderingen

Naar \ Van	Strong buy	Buy	Hold	Sell	Strong sell
Strong buy	7714	1449	2869	153	266
Buy	1499	8955	3414	636	126
Hold	3131	3714	10606	1640	1110
Sell	183	675	1815	3394	241
Strong sell	309	137	1180	272	886

Van alle aandelen waar adviezen over zijn gepubliceerd zijn koersgegevens (inclusief geherinvesteerd dividend) uit Datastream onttrokken. Aandelenrendementen worden gepresenteerd voor de maand rond de verschijningsdatum van een analistenadvies. Veel studies naar rendementen (zie bijvoorbeeld Womack, 1996) benoemen de periode van drie dagen rond de uitgifte van het advies tot *event* periode. Deze periode wordt daarom in deze studie apart bestudeerd. Voor de overzichtelijkheid worden de rendementen buiten de driedaagse rendementen gepresenteerd in wekelijkse rendementen. Irvine et al. (2007) documenteren een toename in het aantal transacties vanaf vijf handelsdagen voor de publicatie. Daar deze studie wekelijkse rendementen presenteert, begint de periode niet op dag -5 maar op dag -6. In de theorie wordt doorgaans verondersteld dat nieuwe informatie snel in de koers wordt verwerkt. Om

toch een effect op de langere termijn te kunnen onderzoeken, wordt ook het rendement in de drie weken na publicatie van het advies onderzocht. De gerapporteerde rendementen in deze studie zijn alle zogenoemde buitengewone rendementen op basis van het *capital asset pricing model* (CAPM). Als proxy voor het marktrendement is de AEX Herbeleggingsindex gebruikt. De Nederlandse 3-maands rentevoet is gebruikt als risicovrije rente. Het dagelijkse rendement is als volgt berekend, zie vergelijking (1):

$$(1) \text{ Vergelijking 1: } r_{i,t} = \frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} - 1$$

Vergelijking (2) geeft de berekening weer van het aandelenrendement boven de risicovrije rente:

$$(2) \text{ Vergelijking 2: } R_{i,t} = r_{i,t} - r_{f,t}$$

Dezelfde procedure wordt toegepast op het marktrendement, zie vergelijkingen (3) en (4).

$$(3) \text{ Vergelijking 3: } r_{m,t} = \frac{P_{m,t}}{P_{m,t-1}} - 1$$

$$(4) \text{ Vergelijking 4: } R_{m,t} = r_{m,t} - r_{f,t}$$

Voor elk aandeel  $i$  op tijdstip  $t$  is een verwacht rendement berekend door middel van het CAPM. De alfa en beta-coëfficiënten zijn per aandeel geschat met een schattingsperiode over de handelsdagen (-266, -7) voor de publicatie van het advies. Met deze coëfficiënten kan het verwachte rendement (boven de risicovrije rente) worden geschat, zie vergelijking (5).

$$(5) \text{ Vergelijking 5: } E(R_{i,t}) = \alpha_{i,t} + \beta_{i,t} R_{m,t}$$

Ten slotte geeft vergelijking (6) het buitengewone rendement (*abnormal return*,  $AR$ ) weer:

$$(6) \text{ Vergelijking 6: } AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

Naast het CAPM zijn er ook tests uitgevoerd waarbij het aandelenrendement slechts gecorrigeerd werd voor het marktrendement zonder toepassing van een risicocorrectie. De uitkomsten van deze tests (niet-gerapporteerd) zijn in lijn met de gepresenteerde bevindingen.

## 4 Resultaten

Tabel 3 laat in matrixvorm de kortetermijnkoersbewegingen zien in de drie dagen rond de afgifte van een advies. Linksonder in deze tabel staan de rendemen-

**Tabel 3** Buitengewone rendementen in de periode [-1, +1] rond adviespublicatie

Van Naar	Strong buy	Buy	Hold	Sell	Strong sell
Strong buy	0,20%**	0,40%**	0,64%**	1,11%**	0,89%**
Buy	-0,45%**	0,15%**	0,76%**	1,08%**	0,29%
Hold	-0,84%**	-0,83%**	-0,04%	0,29%**	0,67%**
Sell	-1,44%**	-1,61%**	-0,76%**	-0,40%**	0,11%
Strong sell	-0,36%	-2,00%**	-0,94%**	-1,28%**	-0,29%

Noot: \* significant op 5%-niveau; \*\* significant op 1%-niveau

ten rondom afwaarderingen. In alle gevallen is het rendement statistisch significant negatief, waarbij voor elke kolom geldt dat de koersdaling toeneemt met de grootte van de afwaardering. Slechts de afwaardering van *strong buy* naar *strong sell* onttrekt zich aan dit patroon; de koersbeweging is insignificant. Mogelijk komt dit door het geringe aantal observaties.

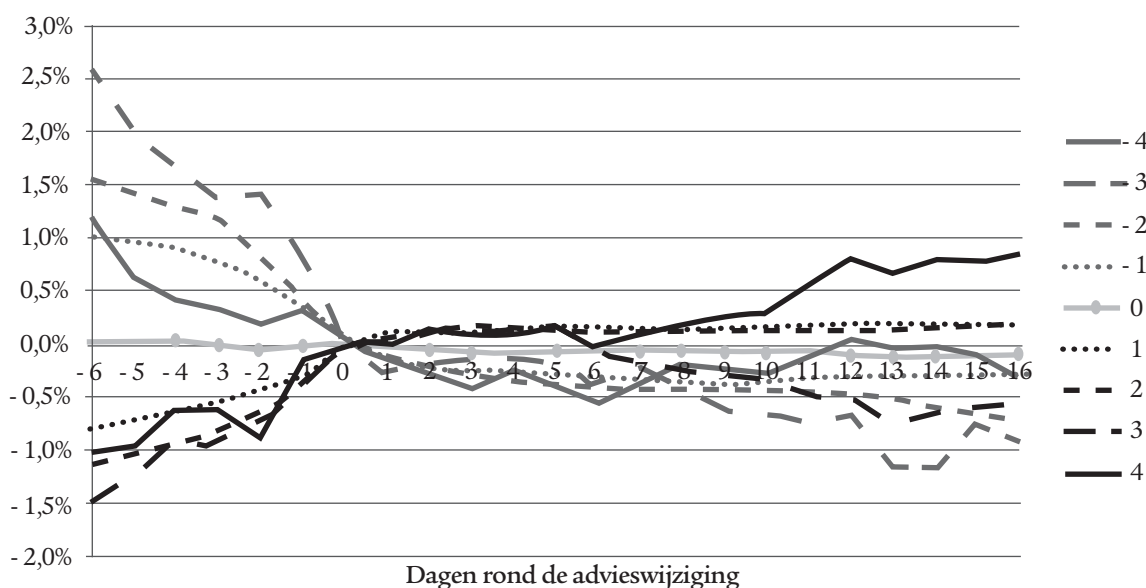
Het algemene beeld bij adviesverhogingen (rechtsboven in de tabel 3) is dat deze gepaard gaan met koersstijgingen. Een verhoging van *strong sell* naar *sell* gaat echter niet gepaard met een significante koersstijging. Een dergelijk effect werd ook gevonden door Womack (1996), die dit aan de zichtbaarheid van *sell*-adviezen weet. Deze adviezen vallen sterk op doordat er relatief weinig verkoopadviezen uitstaan. Een analist moet daarom wel heel zeker van zijn zaak zijn, wil hij een *sell*-advies uitgeven. Een *sell*-advies, al betreft het een opwaardering, is om die reden nog altijd slecht nieuws.

Francis en Soffer (1997) wijzen in dit kader naar de belangenconflicten: als men ondanks deze conflicten een *sell*-advies uitgeeft, betreft een dergelijke opwaardering toch slecht nieuws voor het bedrijf; de koers zal dan ook niet opveren.

Een andere interessante observatie is dat in de gevallen waarbij een bestaand advies slechts wordt herhaald, de koersreactie doorgaans uitblijft. Slechts bij de bevestiging van een *strong buy*-advies is er een positieve koersreactie en bij de herhaling van een *sell*-advies is er een negatieve reactie, bij andere herhalingen blijft de aandelenkoers op zijn plek.

De vorige tabel betreft de kortetermijntrend rondom de publicatie van een advies. Voor beleggers is het relevant om te zien of er ook op langere termijn ná het advies buitengewone rendementen waar te nemen zijn. Voor een overzichtelijker weergave is er voor gekozen om het beeld te schetsen op basis van het aantal stappen van de adviesverandering, waarbij -4 staat voor een adviesverlaging van 4 stappen (d.w.z. van *strong buy* naar *strong sell*) en +4 voor een adviesverhoging van 4 stappen. 0 staat voor een herhaling van een bestaand advies. Figuur 2 laat in grafiekvorm de buitengewone rendementen zien in de periode van [-6, 16] dagen rond de publicatie van de advieswijzigingen. Het is duidelijk te zien dat de aandelenkoers positief (negatief) beweegt rond adviesverhogingen (adviesverlagingen). De herhaling van een bestaand advies heeft gemiddeld gezien geen effect op de koers.

Tabel 4 laat voor de verschillende advieswijzigingen het cumulatieve rendement zien in verschillende tijdvakken: [-6, -1], [-1, +1], [+2, +6], [+7, +11] en [+12, +16]. Het vak [-1, +1] heeft betrekking op dezelfde cijfers als

**Figuur 2** Buitengewone rendementen rond de publicatie van advieswijzigingen

in tabel 1. In deze tabel worden ten eerste geaggregeerde cijfers gepresenteerd voor af- en opwaarderingen, waarna er specifiek naar de verschillende categorieën wordt gekeken.

Figuur 2 en tabel 4 brengen een aantal interessante punten naar voren. Om te beginnen is de richting van het advies niet alleen in overeenstemming met de koersverandering ten tijde van de afgifte van het advies, maar ook met de koersverandering in de week voorafgaand aan de publicatie van het advies. Een eerste verklaring hiervoor zou kunnen zijn dat analisten slechts reageren op persberichten uitgegeven door bedrijven, waardoor hun adviezen achter nieuwe gepubliceerde informatie aanlopen. Deze hypothese is onderzocht door Asquith et al. (2005) en Bradley et al. (2014). Asquith et al. (2005) lieten zien dat ongeveer de helft van de analistenrapporten samenviel met nieuwsevents. In de gevallen waar er geen nieuwsevent was, was er een significante koersreactie waarneembaar na de afgifte van een advies. En als er wél bedrijfsnieuws was, had het analistenrapport ook invloed op de koers. Asquith et al. (2005) concludeerden dat analisten twee functies hebben: zowel het creëren van waardevol nieuws, als de interpretatie van bestaand nieuws. Hun empirische bevindingen werden bevestigd door Bradley et al. (2014).

Een tweede verklaring voor de koersbeweging voorafgaand aan de adviespublicatie zou kunnen zijn dat analisten zich baseren op trends in het koersverloop (d.w.z. momentum). Jegadeesh et al. (2004) stelden vast dat analisten inderdaad optimistischer worden over aandelen met een positief momentum. In hun onderzoek keken zij echter naar koersstijgingen gedurende een periode van een half jaar tot een jaar. Er zijn geen aanwijzingen dat analisten specifiek aandelen aanbevelen op basis van de kortetermijntrends zoals getoond in tabel 4.

Een derde verklaring zou het lekken van ophanden zijnde analistenaanbevelingen kunnen zijn. In dit kader hebben Irvine et al. (2007) gekeken naar zogenaamde *initiations*. Een *initiation* is het eerste advies dat een analist afgeeft voor een aandeel. Irvine et al. (2007) zagen dat de aandelenkoers vanaf vijf dagen voor een dergelijk advies oploopt. Tegelijkertijd detecteerden zij een buitengewoon hoog handelsvolume onder institutionele beleggers in het onderhavige aandeel. Irvine et al. (2007) concludeerden dat informatie over analistenadviezen gelekt wordt richting de institutionele klanten van banken. Busse et al. (2012) onderzochten de institutionele handel voor de afgifte van zowel adviesverhogingen als -verlagingen. In hun onderzoek konden ze geen bewijs vinden voor aankoopgedrag voorafgaand aan opwaarderingen, wél vonden ze dat institutionele beleggers aandelen verkochten voorafgaand aan afwaarderingen.

**Tabel 4** Buitengewone rendementen in vijf verschillende tijdvakken

Advieswijziging	Periode rond de publicatie van het advies				
	[-6, -2]	[-1, +1]	[+2, +6]	[+7, +11]	[+12, +16]
Daling (-4 tot -1)	-0.61%**	-0.85%**	-0.26%**	0.01%	-0.09%
Stijging (1 tot 4)	0.44%**	0.62%**	0.03%	0.03%	0.05%
-4	-0.93%**	-0.36%	-0.36%	0.45%	-0.24%
-3	-1.21%**	-1.68%**	-0.09%	-0.40%	-0.15%
-2	-0.74%**	-0.97%**	-0.32%**	-0.04%	-0.23%*
-1	-0.48%**	-0.75%**	-0.22%**	0.05%	0.02%
0	-0.01%	0.03%	-0.04%	-0.01%	-0.02%
1	0.36%**	0.55%**	0.04%	0.04%	0.00%
2	0.55%**	0.71%**	0.03%	0.00%	0.12%
3	0.91%*	0.74%*	-0.05%	-0.39%	-0.10%
4	0.18%	0.89%**	-0.03%	0.61%	0.25%

Noot: \* significant op 5%-niveau; \*\* significant op 1%-niveau

Een tweede interessante bevinding in tabel 4 is dat er bij verkoopadviezen tevens een koerseffect merkbaar is in een langere periode ná de uitgifte van het advies. De analyse laat zien dat een negatief buitengewoon rendement in de week na de publicatie van het advies plaatsvindt bij een afwaardering van één en van twee stappen. Een afwaardering van twee stappen gaat tevens gepaard met een statistische koersdaling in de derde week na de publicatie. In de drie weken na opwaarderingen zijn gemiddeld gezien geen statistisch significante koersstijgingen waar te nemen. Het gevonden patroon duidt op onderreactie van beleggers ten aanzien van slecht bedrijfsnieuws. Adviesverhogingen worden daarentegen wel direct volledig verdisconteerd in de aandelenkoers.

## 5 Conclusie en discussie

Onderzoek heeft aangetoond dat fundamentele bedrijfsgegevens in de jaarrekening gerelateerd zijn aan toekomstige aandelenrendementen (Abarbanell & Bushee, 1998). Beleggingsanalisten gebruiken zowel dit soort informatie als zelf opgestelde winsttaxaties om beleggingsaanbevelingen te doen. In dit onderzoek zijn 56.363 van dit soort beleggingsadviezen onderzocht die zijn afgegeven voor aandelen op de Nederlandse markt gedurende de periode januari 1995 tot april 2013. Ongeveer de helft van de alle adviezen betreft een *strong buy*- of *buy*-advies, terwijl slechts één op de zes adviezen een *sell*- of *strong sell* betreft. Iets meer dan een derde van alle adviezen is een *hold*-advies. Adviesverhogingen gaan doorgaans gepaard met een koersstijging, terwijl adviesverlagingen een koersdaling tot gevolg hebben. Herhalingen van bestaande adviezen leiden slechts in het geval van een *strong buy* en

een *sell* tot een respectievelijk positief en negatief buitengewoon rendement.

Opvallend is dat het leeuwendeel van de koersbeweging plaatsvindt voorafgaand aan de publicatie van het advies. Zowel Irvine et al. (2007) als Busse et al. (2012) vonden bewijs voor het lekken van ophanden zijnde analistenadviezen aan institutionele beleggers. Deze specifieke hypothese is in dit onderzoek niet onderzocht, maar het zou een plausibele verklaring zijn voor het gevonden patroon. Zolang analistenrapporten zijn samengesteld uit openbare informatie is er geen sprake van voorwetenschap aldus artikel 5:53, lid 1 van de Wet op het financieel toezicht. Dit verandert wanneer er redelijkerwijs verwacht kan worden dat het advies invloed kan hebben op de koers van het onderhavige aandeel. In dat geval is het vooraf verspreiden van de te publiceren informatie niet toegestaan (AFM, 2006). De wetenschappelijke publicaties van Irvine et al. (2007) en Busse et al. (2012) samen met de in dit artikel gepubliceerde empirische aanwijzingen rechtvaardigen een discussie over de relevantie, naleving en handhaving van de Nederlandse beleidsregels.

Het kan worden geconcludeerd dat analistenaanbevelingen gepaard gaan met statistisch significante koersbewegingen. In dit onderzoek is niet onderzocht of de

koersbeweging wordt veroorzaakt door het analistenrapport, of door gelijktijdig uitgegeven persberichten door de onderhavige onderneming. Asquith et al. (2005) en Bradley et al. (2014) lieten zien dat de waarde van analisten schuilt in zowel de interpretatie van informatie als de publicatie van unieke informatie. Aangezien analisten slechts mogen beschikken over publiek beschikbare informatie, is dit een indicatie voor een niet volledig semi-sterke efficiëntie van de aandelenmarkt. Een additionele aanwijzing hiervoor is dat aandelen waarvoor het advies wordt verlaagd, gemiddeld gezien ook in de week volgend op de verlaging dalen in koers. Slecht nieuws wordt klaarblijkelijk niet direct in de koers verwerkt. ■

Dr. Dirk F. Gerritsen werkt bij de Utrecht University School of Economics (USE). In 2014 behaalde Dirk zijn doctoraat aan USE. Zijn onderwijs en onderzoek zijn beide gericht op financieringsvraagstukken en de werking van financiële markten.

## Noot

■ Er zijn twee verschillende soorten analisten: buy-side analisten en sell-side analisten. Buy-side analisten werken doorgaans voor een institutionele belegger en de afgegeven

adviezen zijn slechts bedoeld voor interne doeleinden en zullen het grote publiek doorgaans niet bereiken. Sell-side analisten werken meestal voor banken. Het resultaat

van hun analyses wordt veelal onder het grote publiek verspreid. In dit onderzoek verwijzen we te allen tijde naar dit type analisten.

## Literatuur

- Abarbanell, J.S., & Bushee, B.J. (1998). Abnormal returns to a fundamental analysis strategy. *The Accounting Review*, 73(1), 19-45.
- AFM (2006). Beleidsregel Wet op het financieel toezicht 06-03 van de Stichting Autoriteit Financiële Markten van 12 december 2006 inzake de positie van onderzoek, onderzoeksrapporten, publicaties en adviezen. Geraadpleegd op <http://wetten.overheid.nl/BWBR0020749/>.
- Asquith, P., Mikhail, M.B., & Au, A.S. (2005). Information content of equity analyst reports. *Journal of Financial Economics*, 75(2), 245-282.
- Barber B., Lehavy, R., McNichols, M., & Trueman, B. (2001). Can investors profit from the prophets? Security analyst recommendations and stock returns. *Journal of Finance*, 56(2), 531-563.
- Beneish, M.D., Lee, C.M.C., & Tarpley, R.L. (2001). Contextual fundamental analysis through the prediction of extreme returns. *Review of Accounting Studies*, 6(2-3), 165-189.
- Bidwell, C.M. (1977). How good is institutional brokerage research? *Journal of Portfolio Management*, 3(2), 26-31.
- Bradley, D., Clarke, J., Lee, S., & Ornthalalai, C. (2014). Are analysts' recommendations informative? Intraday evidence on the impact of time stamp delays. *The Journal of Finance*, 69(2), 645-673.
- Busse, J.A., Clifton Green, T., & Jegadeesh, N. (2012). Buy-side trades and sell-side recommendations: Interactions and information content. *Journal of Financial Markets*, 15(2), 207-232.
- Dek, L., & Giersbergen, N. van (2009). Beleggingsadvies opvolgen is lucratief. *Economisch*

- Statistische Berichten, 94(4567), 525-526.
- Demirakos, E.G., Strong, N.C., & Walker, M. (2004). What valuation models do analysts use? *Accounting Horizons*, 18(4), 221-240.
  - Diefenbach, R.E. (1972). How good is institutional brokerage research? *Financial Analyst Journal*, 28(1), 54-60.
  - Ertimur, Y., Volkan, M., & Zhang, F. (2011). Why are recommendations optimistic? Evidence from analysts' coverage initiations. *Review of Accounting Studies*, 16(4), 679-718.
  - Fama, E.F. (1965). Random walks in stock market prices. *Financial Analysts Journal*, 21(5), 55-59.
  - Fama, E.F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
  - Francis, J., & Soffer, L. (1997). The relative informativeness of analysts' stock recommendations and earnings forecast revisions. *Journal of Accounting Research*, 35(2), 193-211.
  - Heydenrijk, E.Y., & Plantinga, A. (2002). De waarde van beleggingsadviezen. *Economisch Statistische Berichten*, 87(4355), 296-298.
  - Irvine, P., Lipson, M., & Puckett, A. (2007). Tipping. *Review of Financial Studies*, 20(3), 741-768.
  - Jegadeesh, N., Kim, J., Krusche, S.D., & Lee, C.M.C. (2004). Analyzing the analysts: When do recommendations add value? *The Journal of Finance*, 59(3), 1083-1124.
  - Laeven, R., & Jacobsen, B. (2001). Wat zijn beleggingsanalisten waard? *Economisch Statistische Berichten*, 86(4289), 11-13.
  - McNichols, M., & O'Brien, P. (1997). Self-selection and analyst coverage. *Journal of Accounting Research*, 35, 167-199.
  - Petersen, C. (1998). De waarde van beleggingsadviezen. *Economisch Statistische Berichten*, 83(4180), 915-918.
  - Reingold, D. (2007). Confessions of a Wall Street analyst: A true story of inside information and corruption in the stock market. New York, NY: HarperBusiness.
  - Samuelson, P.A. (1965). Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly. *Industrial Management Review*, 6(2), 41-49.
  - Stickel, S.E. (1995). The anatomy of the performance of buy and sell recommendations. *Financial Analyst Journal*, 51(5), 25-39.
  - Wijmenga, R.Th. (1997). De kwaliteit van beleggingsadviezen. *Economisch Statistische Berichten*, 72(3600), 310-314.
  - Womack, K.L. (1996). Do brokerage analysts' recommendations have investment value? *Journal of Finance*, 51(1), 137-167.
  - World Bank (2014). Dataset Listed domestic companies, total. Geraadpleegd op <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LDOM.NO>.
  - Zonnenberg, H., Plantinga, A., & Haan, J. de (1998). Kopen, houden of verkopen. *Economisch Statistische Berichten*, 83(4180), 912-914.