



Het rendement van beursintroductie

Auteur(s):

Frederikslust, R.A.I., van
 Chu, C.P.
 Bode, B.

De auteurs zijn respectievelijk universitair hoofddocent ondernemingsfinanciering aan de Erasmus Universiteit Rotterdam, associate bij Pricewaterhouse-Coopers te Den Haag en universitair docent statistiek aan de Erasmus universiteit Rotterdam

Verschenen in:

ESB, 87e jaargang, nr. 4353, pagina 244, 29 maart 2002

Rubriek:**Trefwoord(en):**

Nog maar kort geleden leek het ter beurze genoteerd zijn voor ondernemingen het hoogste goed. Een aandelenemissie was welhaast per definitie een succes. Tegenwoordig wordt er wat rationeler over gedacht. Bedrijven gaan niet meer zomaar naar de beurs en bij nieuwe aandelenemissies is de angst voor verwatering van het aandelenkapitaal groot. Welke factoren zijn van invloed op de koers van het aandeel, zowel op korte termijn als lang na de introductie?

Beursintroducties laten in het algemeen een hoog rendement op de eerste dag zien. Dit initiële rendement wordt aangeduid met de term 'underpricing'. Het is gelijk aan het positieve verschil tussen de slotkoers van de eerste handelsdag en de introductieprijs van het aandeel. Deze term wordt gebruikt omdat nieuwe aandelen dikwijls bewust goedkoper naar de markt worden gebracht door de 'lead manager' van het begeleidende bankensyndicaat. Indien van dit laatste wordt uitgegaan, zou de prijs van het aandeel zich op korte termijn moeten stabiliseren en zich vervolgens marktconform moeten gedragen. Het rendement op de lange termijn mag dus niet systematisch afwijken van het rendement in de markt. Deze redenering blijkt in de praktijk geen opgeld te doen. Gemiddeld wordt een rendement op het nieuwe aandeel behaald dat lager is dan het rendement van de markt over dezelfde periode. Dit verschijnsel wordt aangeduid met de term 'underperformance' ofwel onderprestatie.

In dit onderzoek staat vijftig jaar beursintroducties in Nederland centraal. Aangezien in Nederland niet eerder een onderzoek heeft plaatsgevonden dat de jaren vóór 1980 omvat, is het interessant om ten eerste na te gaan of er sprake is van underpricing en onderprestatie op de Amsterdamse effectenbeurs over de betrokken periode. Na de eventuele vaststelling van één of beide verschijnselen, resteert de vraag welke factoren de hoogte van het rendement op de eerste dag en op lange termijn bepalen.

Welke introducties bekijken we?

Beursintroducties op de Amsterdamse Effectenbeurs gedurende de periode van 1 januari 1947 tot en met 31 december 1996 vormen de basis voor het empirisch onderzoek. In deze periode zijn er in totaal 310 introducties geweest in de sectoren handel, industrie en diversen. Hierbij gaat het om niet eerder genoteerde aandelen op de Officiële Markt gedurende de gehele onderzoeksperiode en op de Parallel Markt vanaf 1947 tot het einde van haar bestaan eind mei 1993. Daarna bleef tot 1998 alleen de Officiële Markt over.

Voor het vaststellen van de steekproef zijn de volgende selectiecriteria gehanteerd. De beursintroductie moet betrekking hebben op het verwerven van een eerste notering. Eerdere of gelijktijdige introducties van bedrijven op andere markten zijn voor de zuiverheid van de resultaten niet in de steekproef opgenomen. De introducties van beleggingsfondsen en financiële instellingen worden uitgesloten omdat deze niet vergelijkbaar zijn met de andere introducties. De beursintroductie mag niet het gevolg zijn van een aandelenruil bij een overname. Tot slot moet een emissieprospectus beschikbaar zijn. Nadere informatie omtrent de introductiefondsen is namelijk via deze bron te achterhalen.

Uiteindelijk resteert een steekproef van 238 beurs-introducties voor het bepalen van het rendement op korte en lange termijn¹. In [tabel 1](#) is een overzicht gegeven van een aantal kenmerken van de steekproef.

Tabel 1. beschrijving van de onderzochte beursintroducties

kenmerk	totaal
aantal introducties	238
introductiemethode	
vast	86
claim	102
verhandeling	43
tender	7
lead manager	
abn amro	146
overigen	92

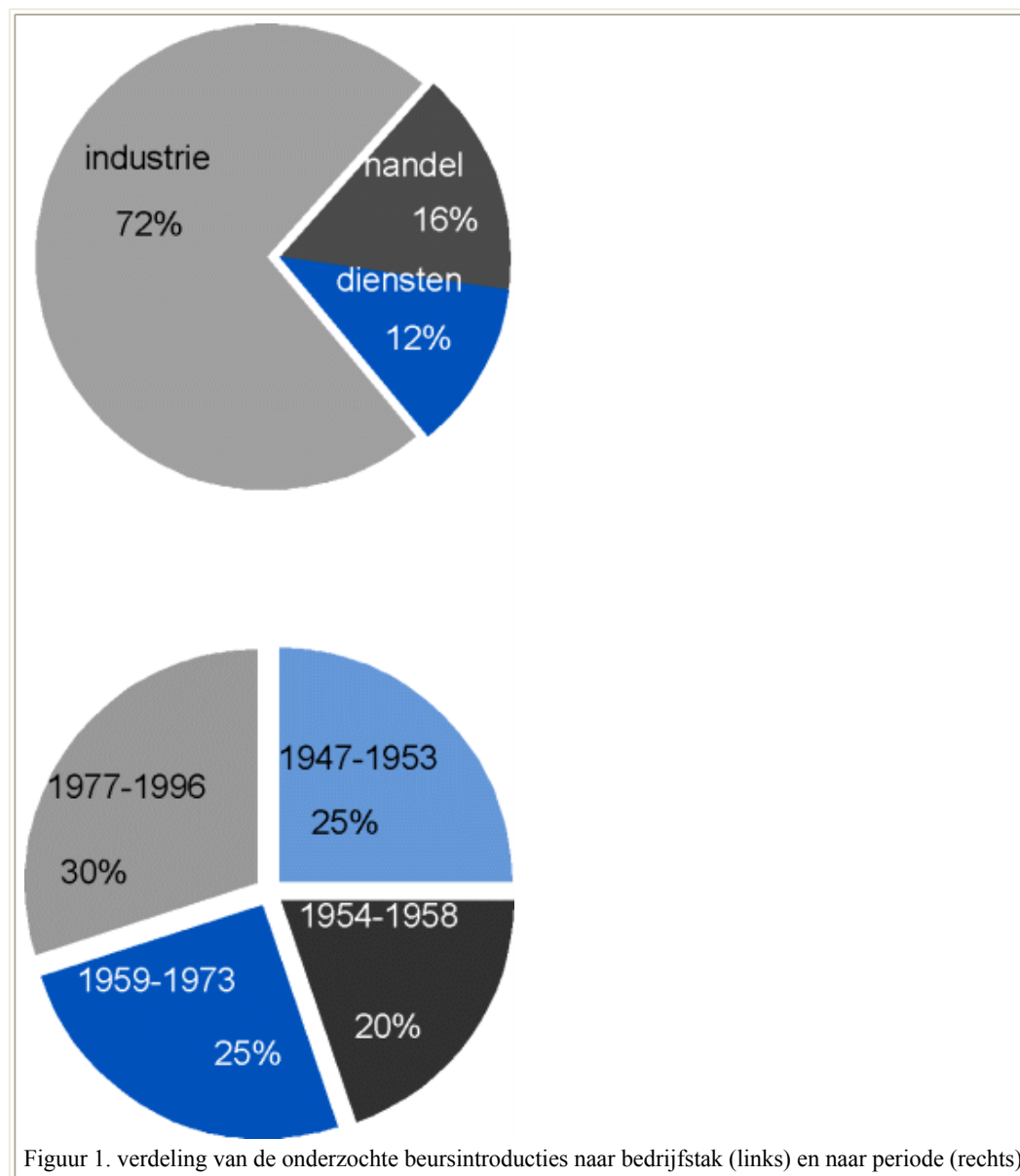
gemiddelde leeftijd onderneming		53,7
gemiddelde kapitalisatie	f	207.968.480
gemiddelde opbrengst uit emissie	f	14.483.250

Hieruit blijkt dat het aantal introducties tegen een van tevoren vastgestelde prijs, en claimintroducties waarbij belangstellenden zelf de inschrijfprijs aan-gaven via de waarde die zij aan de claim toekennen, groot is. Het aantal introducties via de tendermethode is daarentegen klein. Bij deze laatste introductiemethode moet de belegger aangeven hoeveel aandelen hij tegen welke prijs wilt kopen. De bank kan dan zien hoe groot de belangstelling is voor de aandelen. Naast deze drie reguliere methoden kwam met name in het verleden introductie door verhandeling regelmatig voor. Het gaat hierbij om fondsen die eerder op de incurante markt werden verhandeld. De effectenmakelaar bepaalde hierbij de prijs alvorens de aandelen een notering kregen op de officiële markt.

De ABN AMRO heeft een dominante positie in de beursintroductiemarkt. Hiertoe rekenen we ook de introducties door voorgangers van deze bank.

De ondernemingsleeftijd wordt in de steekproef zoveel mogelijk gemeten vanaf de stichting van de onderneming. In gevallen waarvan dit onduidelijk was, is de oprichtingsdatum van de vennootschap gehanteerd. De gemiddelde kapitalisatie is het geplaatste vermogen na introductie en werd gecorrigeerd voor inflatie (waarbij het prijsindexcijfer van 1996 op 100 werd gesteld, zodat alles in prijzen van 1996 is uitgedrukt). De opbrengst uit emissie geeft weer hoeveel geld ten goede kwam aan de onderneming. Ook hier werd inflatiecorrectie toegepast.

Een ander kenmerk van het gegevensbestand is dat de verdeling over branches niet gelijk is. In [figuur 1](#) is een verdeling van de introducties weergegeven naar bedrijfstak en naar periode. Voor deze indeling in tijdsperiode is gekozen omdat deze perioden fases weergegeven in de ontwikkeling van de effectenbeurs. In de vroegste periode vond ten gevolge van de Tweede Wereldoorlog de oplossing van het effectenrecht-herstel plaats. Na deze periode volgden structuur-wijzigingen en groei ². In de laatste periode werd het mogelijk bestaande aandelen via inschrijving te verkopen.



De koersgegevens van de ondernemingen zijn verkregen van Datastream, en uit de gids bij de Prijscourant. De index die wordt gehanteerd bij het bepalen van het buitengewone rendement is de algemene anp-cbs index, die als enige wordt bijgehouden sinds 1947.

Methodologie

Het initieel rendement is voor de 238 beursintroducties berekend door de introductiekoers in mindering te brengen op de slotkoers van de eerste handelsdag. Dit resultaat wordt vervolgens gedeeld door de introductiekoers. Om nu tot het buitengewoon rendement te komen, wordt het rendement op de anp-cbs koersindex over dezelfde periode daarvan afgetrokken.

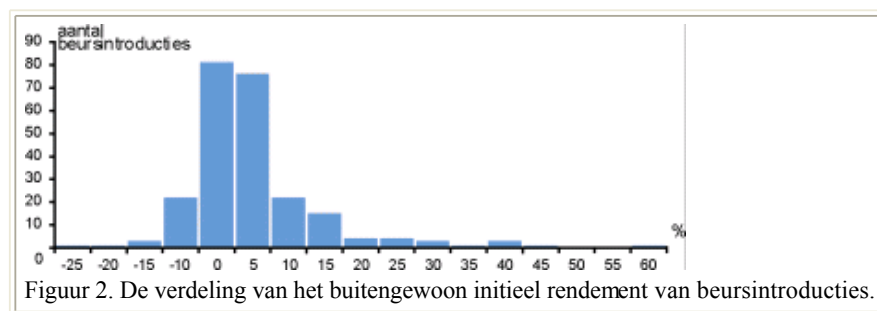
Voor de bepaling van het langetermijnrendement is de beurskoers over een periode van vijf jaren na introductie vergeleken met de slotkoers op de eerste handelsdag. Het langetermijnrendement van zowel een fonds als van de markt bestaat uit dividendrendement plus koerswinst. Bij het berekenen van het totale rendement is uitgegaan van de veronderstelling dat de belegger gedurende de hele analyseperiode in het aandeel heeft belegd (dit is de zogeheten buy-and-hold strategie).

Het buitengewone rendement op lange termijn is het rendement van een fonds minus het marktrendement. Nu heeft het vaststellen hiervan weinig waarde wanneer er geen inzicht wordt gegeven in de factoren die het rendement bepalen. Met behulp van een regressieanalyse is onderzocht welke factoren het initiële- en het langetermijnrendement beïnvloeden.

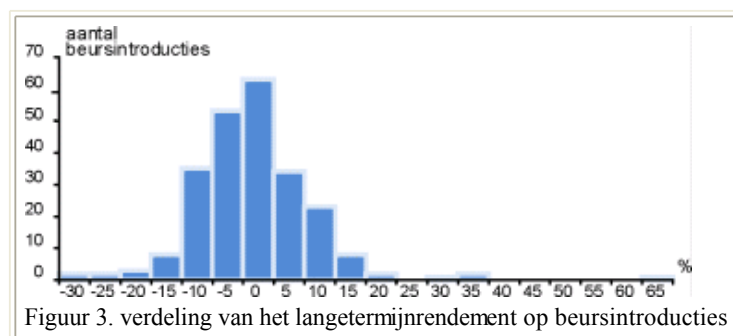
Bevindingen

Het initiële rendement

Het gemiddelde buitengewone initiële rendement komt uit op 5,04 procent en is significant bij een niveau van één procent. De verdeling van het buitengewone initiële rendement is weergegeven in [figuur 2](#). Daaruit blijkt dat het buitengewone initiële rendement piekt rond nul en scheef is naar rechts. Dit wijst op prijsondersteuning van de leden van het banksyndicaat die bij de introducties zijn betrokken. Een grafiek van het buitengewone initiële rendement van beursintroducties waarvan de prijzen niet zijn ondersteund, zou door de wet van de grote getallen een normale verdeling laten zien. De piek van de verdeling zou dan rond nul liggen bij een prijsstrategie die beoogt een prijs te bieden die de echte marktprijs van de introductie reflecteert. In het geval van onderpricing zou de verdeling naar rechts verschuiven en bij overpricing naar links. Zonder prijsondersteuning zou in geen geval het aantal observaties in de linkervleugel van de verdeling lager zijn. Prijsondersteuning vormt een correctie op de prijsdaling die optreedt doordat korte-



termijnbeleggers onmiddellijk hun stukken verkopen na een stijging van de aandelenprijs op de eerste handelsdag van de beursintroductie [3](#). Uit ons onderzoek bleek dat het buitengewone initiële rendement bij zeventig procent van de onderzochte ondernemingen positief is. Voorts is het interessant dat er vooral uitschieters zijn aan de rechterzijde van de verdeling. Verwijdering van een zestal positieve extremen levert een gemiddelde op van 4,00 procent. Met en zonder extremen is het gemiddelde statistisch significant (bij een significantieniveau van één procent). In [figuur 3](#) is duidelijk te zien dat de extreem hoge rendementen in absolute zin groter zijn dan de laagste rendementen.



In [tabel 2](#) is het buitengewone initiële rendement ingedeeld naar bedrijfstak, de extremen zijn hierbij buiten beschouwing gelaten. Het laagst komt het initieel rendement uit voor de dienstverlenende ondernemingen. De handelsondernemingen renderen gemiddeld het beste op de primaire markt.

Tabel 2. Initieel rendement op beursintroducties naar bedrijfstak

sector	aantal introducties	initieel rendement in %	% positief
industrie	162	3,98a	70
handel	37	5,82a	82

diensten	28	1,72a	57
totaal	227	4,00	70

a. Significant op 10%-niveau.

Het langetermijnrendement

Zonder de vier beste introducties zou het lange-termijnrendement gemiddeld uitkomen op -14,3 procent. De verdeling van het abnormale rendement op lange termijn laat een lichte scheefheid naar links zien vergeleken met de verdeling van de initiële rendementen. De meeste introducties blijken aan de negatieve zijde van de verdeling te liggen. De extreme piek boven nul die ook in de verdeling van de initiële rendementen is te zien (figuur 2), is relatief gedaald. De frequentieverdeling van het abnormale langetermijnrendement na vijf jaar is afgebeeld in figuur 3.

Het verloop van het gemiddelde rendement na de initiële periode is weergegeven in tabel 3. De vier meest extreme rendementen zijn hierbij buiten beschouwing gelaten. Zowel het gemiddelde effectieve rendement als het gemiddelde buitengewone rendement is in de tabel vermeld. De rendementen zijn berekend na één tot en met vijf jaar na introductie op een jaarlijkse basis. Duidelijk is dat men op de belegging in introductiefondsen op zich gemiddeld geen verlies lijdt. Wanneer echter het resultaat ten opzichte van het marktrendement wordt beschouwd, is een belegging in introductiefondsen op termijn minder interessant. De eerste drie jaren na introductie zijn de verschillen met de markt relatief klein. Na het vierde jaar beginnen de introductiefondsen aanmerkelijk slechter te presteren dan de marktindex. Na vijf jaar komt de onderprestatie, het gemiddelde buitengewone rendement op lange termijn, zelfs uit op -14,28 procent.

Tabel 3. Verloop van het rendement van beursintroducties over zestig maanden, in procenten

rendement	12	24	36	48	60
effectief	11,16	15,83	22,83	28,47	40,03
markt	9,92	16,30	24,17	36,28	54,31
buitengewoon	1,24	-0,47	-1,34	-7,81a	-14,28b
aantal	232	234	233	234	234
% positief	53	47	48	43	41

a. Significant op 10% niveau.

b. Significant op 1% niveau.

In tabel 4 is het verloop van het langetermijnrendement voor de verschillende bedrijfstakken weergegeven. Net als bij het initieel rendement halen de handelsondernemingen over het geheel de beste resultaten. De industriële en dienstverlenende ondernemingen verschillen na vijf jaar niet veel van elkaar. De rendementen van de industriële ondernemingen liggen in lijn met het totale gemiddelde. Uit de tabel valt tevens af te lezen dat alleen na het eerste jaar de rendementen tussen de bedrijfstakken significant van elkaar verschillen.

Tabel 4. lange termijnrendement van beursintroduces naar bedrijfstak, percentages bij vijf veelvoud van twaalf maanden

rendement	N	12	N	24	N	36	N	48	N	60
industrie	164	3,08a	166	0,10	164	-1,57	165	-8,63	165	-15,42
handel	41	0,99a	41	-0,68	42	4,01	41	-5,68	42	-8,44
diensten	27	-9,51a	27	-3,69	27	-8,25	28	-6,05	27	-16,39
totaal	232	1,24	234	-0,47	233	-1,34	234	-7,81	234	-14,28

N = het aantal onderzochte beursintroducties per sector.

a. Significant op 10%-niveau.

Determinanten van underpricing en onderprestatie

Ondernemingen die via een flexibele inschrijf-methode zijn geïntroduceerd, vertonen gemiddeld minder underpricing dan introducties die door een van tevoren vastgestelde prijs naar de markt worden gebracht. Het initiële rendement wordt voorts positief beïnvloed door de timing van de introductie. Dit komt tot uitdrukking in hogere rendementen in perioden waarin meer ondernemingen naar de beurs gaan. Naarmate er steeds meer ondernemingen worden geïntroduceerd, neemt echter de bijdrage van het aantal introducties aan het initiële rendement af. Dat de timing relevant is komt ook overeen met de verwachting dat introducties in een opgaande beurstrend een hoger buitengewoon initiële rendement laten zien dan in neergaande markten. Dit is in overeenstemming met de 'fads'-hypothese, die stelt dat er sprake is van tijdelijke overwaardering door te optimistische beleggers⁴.

Het bewust tegen lagere prijzen aanbieden van aandelen door de lead manager van de begeleidende banken speelt ook een rol. Door het bestaan van informatieasymmetrie kunnen beleggers zich moeilijk een beeld vormen van de werkelijke waarde van een introductieaandeel. Om beleggers te interesseren, zal het introductieaandeel gedurende de eerste dagen van verhandeling een positief rendement moeten vertonen. Dit kan worden bereikt door het te introduceren aandeel onder zijn prijs naar de markt te brengen.

Het belang van de timing van de introductie ondersteunt ook het verschijnsel van overdadig optimisme onder beleggers. Onderprestatie op lange termijn sluit hierop aan. Naarmate er na de introductie meer tijd verstrijkt en meer informatie vrijkomt, is het optimisme van de belegger in veel gevallen getemperd.

Ook blijkt de marktwaarde van het eigen vermogen van de onderneming na de beursgang invloedrijk te zijn. Hierbij valt wel op dat kleinere ondernemingen het beter doen dan grotere. Wellicht moet de kleinere omvang eveneens gezien worden als indicatie van een groter groeipotentieel. In tegenstelling tot het rendement op de korte termijn, kan op basis van een regressieanalyse de certificerende werking van de lead manager wel worden aangetoond⁵. Beursintroducties die begeleid werden door prestigieuze lead managers vertonen minder onderprestatie.

Uit het onderzoek is gebleken dat de groei van het netto werkkapitaal enkele jaren voor de beursgang geen significant effect heeft op de lange termijn onderprestatie van introducties⁶. Creatief boekhouden om een groot werkkapitaal te bereiken alvorens naar de markt te gaan, heeft dus niet veel zin.

Het langetermijnrendement is in de geschiedenis niet altijd gelijk geweest. Daarom is er in de regressieanalyse rekening gehouden met de periode waarin de introductie plaatsvond. De uitkomst is dat de periode 1959-1973 erg invloedrijk is geweest. Een verklaring hiervoor zou kunnen zijn dat deze periode deels de periode van structuurwijziging en groei van de effectenbeurs overlapt.

Aanbevelingen

Kiezen voor een flexibele inschrijfmethode bij beursintroducties is aan te bevelen. Deze leiden gemiddeld tot minder onderpricing dan introducties die door een van tevoren vastgestelde prijs naar de markt worden gebracht. Ook scheidt een gelijktijdige emissie van nieuwe aandelen meer vertrouwen bij de beleggers dan het uitsluitend herplaatsen van reeds bestaande aandelen tegen een al bekende prijs. Hierdoor kunnen de aandelen scherper worden geprijsd. Een nodeloze bevoordeling van nieuwe aandeelhouders wordt zo voorkomen. Zowel voor particuliere als institutionele beleggers kunnen nieuwe aandelen interessante beleggingsobjecten zijn. In zeventig procent van de onderzochte gevallen was het buitengewone initiële rendement positief.

In het verleden behaalde resultaten bieden echter geen garanties voor de toekomst. Het onderzoek laat namelijk zien dat de lange termijn onderprestatie deels is toe te schrijven aan een tijdelijke overwaardering van het introductieaandeel ten tijde van de beursgang. Na verloop van tijd verdwijnt dit overoptimisme en wordt de waardering voor het introductieaandeel naar beneden toe bijgesteld. Het buitengewone lange-termijnrendement is al in het vierde jaar na introductie gemiddeld genomen significant negatief. Voorts is het van belang te letten op de reputatie van de lead manager van de begeleidende banken in de betreffende sector, daar deze een positief effect heeft op het langetermijnrendement.

Tot slot is het voor alle bij een beursintroductie betrokken partijen van belang dat er een geschikt tijdstip wordt gekozen, zodat de introductie slaagt. Het huidige, slechte beursklimaat en het geringe vertrouwen in de economie dragen daartoe niet veel bij

¹ In geval een onderzochte onderneming, om welke reden dan ook, de notering verliest wordt voor het langetermijnrendement gekeken naar het rendement tot het moment waarop het aandeel om welke reden dan ook zijn beursnotering verliest.

² J. de Vries, Een eeuw vol effecten : *historische schets van de Vereniging voor de Effectenhandel en de Amsterdamse Effectenbeurs 1876-1976*, Vereniging voor de Effectenhandel, Amsterdam, 1976.

³ Zie J.S. Ruud, Underwriter price support and the IPO underpricing puzzle, *Journal of Financial Economics*, 34, 1993, blz. 135-151

⁴ J.R. Ritter, The long-run performance of initial public offerings, *Journal of Finance*, jrg. 46, 1991, blz. 3-27.

⁵ R.B. Carter, F.H. Dark en A.K. Singh, Underwriter reputation, initial returns and the long-run performance of IPO stocks, *Journal of Finance*, jrg. 53, 1998, blz. 285-311.

⁶ S.H. Teoh, I. Welch en T.J. Wong, Earnings management and the long-run performance of IPOs, *Journal of Finance*, jrg. 53, 1998, blz. 1935-1974.