

Beursintroducties op de Nederlandse aandelenmarkt

T.G. Huygen en A. Tourani Rad*

In dit artikel wordt nagegaan of er sprake is geweest van onderwaardering bij beursintroducties op de Nederlandse aandelenmarkt gedurende de periode 1987-1992. Het gemiddelde onderwaarderingspercentage bij in totaal 34 introducties blijkt 2,68. Verder is het verband onderzocht van onderwaardering met jaar van introductie, branche, koersniveau, type introductie, ondernemingsomvang en het percentage van het geplaatste kapitaal. Vooral door het relatief geringe aantal introducties in Nederland is in deze deelonderzoeken helaas slechts sporadisch een statistische bevestiging te vinden van buitenlandse bevindingen op deze terreinen.

Wanneer een onderneming naar de beurs gaat, moet er een introductiekoers worden vastgesteld. Dit gebeurt in overleg met de banken en commissionairs welke de beursintroductie verzorgen. Daar er geen eerdere marktwaardering aanwezig is wordt pas tijdens de eerste dagen van verhandeling van een fonds duidelijk in hoeverre de gekozen introductiekoers juist was.

In verschillende landen is empirisch onderzoek verricht naar de hoogte van deze introductiekoersen. Hieruit is gebleken dat de eerste beurskoersen van de geïntroduceerde fondsen gemiddeld hoger zijn dan de introductiekoersen, rekening houdend met marktrentes. Wanneer dit het geval is spreekt men van onderwaardering ('underpricing'). Ritter heeft in de Verenigde Staten een onderwaarderingspercentage van 14,1 gevonden, Levis een percentage van 8,6 in Engeland en Schmidt een percentage van 20,6 op de Duitse aandelenmarkt¹. In Nederland heeft Eijgenhuijsen, voor de periode 1982-1987, een onderwaarderingspercentage van 16,3 gevonden bij de introductiemethode van vaste inschrijfprijs. Dit cijfer heeft betrekking op 25 introducties welke plaatsgevonden hebben op de officiële en op de parallelmarkt². Bronckers en Hazenberg vonden eveneens dat er sprake was van onderwaardering bij introducties met een vaste inschrijfprijs. Hun onderzoek omvat de periode 1982-1992 en heeft alleen betrekking op de parallelmarkt³.

Een mogelijke verklaring voor het verschijnsel onderwaardering heeft te maken met de onzekerheid omtrent de werkelijke, toekomstige marktwaarde van de fondsen. Informatie-assymetrie tussen beleggers speelt eveneens een rol. Geïnformeerde beleggers zullen voornamelijk inschrijven op de introducties waarbij sprake is van onderwaardering. Het aandeel van de niet-geïnformeerde beleggers in

deze introducties neemt hierdoor af en verschuift naar de overgewaardeerde introducties. Niet-geïnformeerde beleggers zouden door een gemiddelde onderwaardering voor hun informatieaandeel worden gecompenseerd.

In dit artikel wordt een onderzoek gepresenteerd dat eveneens betrekking heeft op beursintroducties op de Nederlandse aandelenmarkt, de onderzoeksperiode betreft hier echter de jaren 1987-1992. Eerst wordt onderzocht of er bij de introducties sprake is geweest van onderwaardering op de officiële en de parallelmarkt. Tevens wordt er een vergelijking gemaakt tussen de verschillende jaren. Daarna worden de fondsen verdeeld aan de hand van een aantal criteria om zo te kunnen onderzoeken of het gemiddelde onderwaarderingspercentage van een bepaalde groep significant afwijkt van de percentages van de andere groepen. De criteria hebben betrekking op het koersniveau, de branche, de totale marktwaarde van de fondsen, het percentage van het totale kapitaal dat geplaatst wordt en op het feit of de introduc-

* Beide auteurs zijn verbonden aan de Rijksuniversiteit Limburg, faculteit der economische wetenschappen, Limburg Institute of Financial Economics (LIFE).

1. J.R. Ritter, The long-run performance of initial public offering, *The Journal of Finance*, 1991, blz. 3-27; M. Levis, The winner's curse problem, interest costs and the underpricing of initial public offerings, *The Economic Journal*, maart 1990, blz. 76-89; R.H. Schmidt e.a., Underpricing bei deutschen Erstmissionen 1984/85, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, H. 11, 1988, blz. 1193-1203.

2. H.G. Eijgenhuijsen, Aandelenintroducties op de Amsterdamsche effectenbeurs en het verschijnsel 'underpricing', in: A.B. Dorsman e.a., *Het financieel systeem in ontwikkeling*, Leiden, 1989, blz. 160-175.

3. M. Bronckers en J.J. Hazenberg, Introducties op de officiële parallelmarkt, *ESB*, 10 februari 1993, blz. 129-133.

tie een herplaatsing of een emissie is. Er is voor deze criteria gekozen omdat er in eerdere, buitenlandse onderzoeken gevonden is dat deze aspecten van invloed zouden kunnen zijn op de mate van onderwaardering. Ten slotte wordt er gekeken naar de rendementen van de fondsen in de eerste zes maanden na introductie.

Het onderzoek

Periode en gebruikte fondsen

De periode waarop het onderzoek betrekking heeft loopt van 1 januari 1987 tot en met 7 april 1992. Zowel de beursintroducties op de officiële markt als op de parallelmarkt (het officiële gedeelte) zijn gebruikt. Van de 34 fondsen zijn er twee geïntroduceerd op basis van de tendermethode, de overige 32 op basis van vaste inschrijfprijzen⁴.

De onderzoeksmethode

De berekening van het percentage onderwaardering gebeurt met behulp van een formule welke dikwijls voor soortgelijke studies wordt gebruikt. De formule luidt als volgt:

$$UP_j = [P_{m,j}/P_{i,j} \times I_{i,j}/I_{m,j} - 1] \times 100\%$$

De symbolen hebben de volgende betekenis:

UP_j = onderwaardering ('underpricing') van het aandeel j , in procenten van de introductiekoers;

$P_{m,j}$ = gemiddelde van de eerste vijf slotkoersen die voor het aandeel j tot stand zijn gekomen;

$P_{i,j}$ = introductieprijs van het aandeel j ;

$I_{i,j}$ = beursindexwaarde op het moment van prijsbepaling van het aandeel j ;

$I_{m,j}$ = gemiddelde beursindexwaarde van de eerste vijf dagen van verhandeling van het aandeel j .

Met deze formule worden de rendementen van de geïntroduceerde aandelen gecorrigeerd voor markt-tendenties, waarvoor de CBS herbeleggingsindex (algemeen) is gebruikt. Bij de introducties met een vaste inschrijfprijs is de beursindexwaarde (I_i) op de dag voor de bekendmaking van de inschrijfprijs genomen. Bij introducties op basis van de tendermethode is de beursindexwaarde op de laatste dag van de inschrijving genomen omdat beleggers tot die dag nog konden reageren op marktveranderingen door hun inschrijving te wijzigen. Bij de berekening van het onderwaarderingspercentage is $P_{m,j}$ gedefinieerd als het gemiddelde van de eerste vijf slotkoersen van het geïntroduceerde aandeel.

Resultaten

In tabel 1 staan de gevonden resultaten voor de officiële en parallelmarkt weergegeven. Het onderwaarderingspercentage op de parallelmarkt is iets hoger dan op de officiële markt. Bij toepassing van een t -toets blijkt echter dat de beide gemiddelden niet significant van elkaar verschillen⁵. Tevens verschillen beide percentages niet significant van 0⁶. Het gemiddelde percentage van alle introducties bij elkaar (2,68) verschilt wel significant van 0, zodat er sprake is van een statistisch bewijs voor het verschijnsel

Tabel 1. Gemiddeld percentage onderwaardering per markt, januari 1987 - april 1992

	Gem.% onderwaardering	Spreiding (std. dev.)	Aantal positief (onderw.)	Aantal negatief (overw.)	Totaal
Off. markt	1,93	6,71	9	8	17
Par.markt	3,43	10,02	11	6	17
Totaal	2,68	8,43	20	14	34

Tabel 2. Idem, per jaar

Jaar	Gem.% onderwaardering	Spreiding (std. dev.)	Aantal positief	Aantal negatief	Totaal
1987	0,11	7,80	6	6	12
1988	-4,71	3,49	0	4	4
1989	7,51	6,30	9	1	10
1990	7,76	14,34	3	1	4
1991	0,86	2,71	2	1	3
1992	-0,11	-	0	1	1

onderwaardering op de Nederlandse aandelenmarkt gedurende de periode 1987-1992. Internationaal gezien is het percentage onderwaardering in Nederland aan de lage kant⁷.

In de volgende paragrafen wordt het verschijnsel onderwaardering bekeken aan de hand van enkele onderverdelingen⁸.

Onderwaardering per jaar

Tabel 2 geeft een overzicht van het percentage onderwaardering per jaar. Uit deze tabel wordt duidelijk dat 1989 niet alleen een jaar met relatief veel introducties was, maar tevens een jaar met een hoog gemiddeld onderwaarderingspercentage.

Om te analyseren of er significante verschillen tussen de berekende jaarpercentages bestaan, kan de toets van Kruskal-Wallis worden toegepast. Dit is een toets waarbij een uitspraak over een nulhypothese

4. De in dit onderzoek gebruikte koersen en indexwaarden zijn verkregen bij Datastream.

5. Alle toetsen in deze studie zijn gedaan met een betrouwbaarheidsniveau van 95%, tenzij anders vermeld.

6. Bij een betrouwbaarheidsinterval van 90% verschilt het percentage van de parallelmarkt wel van 0.

7. We hebben de berekening tevens doorgevoerd met alleen de eerste slotkoersen. Ondanks het feit dat dit tot maar zeer geringe procentuele verschillen leidt (voor de officiële markt werd een percentage van 1,32 gevonden, voor de parallelmarkt een percentage van 3,23 en voor de totale markt een percentage van 2,22) blijkt na toetsing, dat nu geen van de percentages meer significant van 0 verschilt.

8. Er dient echter opgemerkt te worden dat het totale aantal beursintroducties slechts 34 fondsen betreft. Hier is bij het bepalen van de grenzen van iedere onderverdeling rekening mee gehouden, zodat er binnen iedere subgroep ook voldoende fondsen vallen. Desondanks blijft het aantal fondsen binnen een subgroep vaak laag, waardoor één enkel fonds van grote invloed kan zijn op het gemiddelde percentage. Om de gemiddelde percentages daarom beter te kunnen interpreteren staan, evenals in tabel 1, ook de standaard deviaties in de tabellen vermeld, alsmede het aantal positieve (onderwaardering) en het aantal negatieve (overwaardering) gevallen.

se wordt gedaan op basis van een rangorde van de observaties⁹. De hypotheseformulering luidt:

H_0 : alle gemiddelden zijn aan elkaar gelijk;
 H_1 : niet alle gemiddelden zijn aan elkaar gelijk.

Wanneer deze toets wordt uitgevoerd, blijkt dat de nulhypothese verworpen moet worden en dat dus niet alle gemiddelden aan elkaar gelijk zijn. Vanwege het te lage aantal waarnemingen is 1992 niet bij deze toets meegenomen. Toepassing van de t-toets heeft als resultaat dat de onderwaarderingspercentages in de jaren 1989 en 1990 significant afwijken van de andere percentages.

In 1988 is het aantal introducties sterk gedaald. Dit is waarschijnlijk te verklaren uit het feit dat eind 1987 de beurskrach heeft plaatsgevonden, waardoor 1988 een weinig stabiel jaar was dat werd gekenmerkt door een meer afwachtende houding van beleggers. De aandelenomzet daalde in 1988 van f 159 mrd naar 121 mrd¹⁰. Wat verder opvalt is dat alle introducties in 1988 overgewaardeerd waren.

Een jaar later was er een sterke toename van het aantal introducties. Voor de Nederlandse aandelenmarkt was 1989 een goed jaar, hetgeen onder andere blijkt uit een toename van de aandelenomzet naar f 189 miljard. Het hoge overwaarderingspercentage in 1988, en het hoge percentage onderwaardering in 1989 kunnen mogelijk verklaard worden door de stemming op de beurs. De afwachtende houding van de beleggers in 1988 kan een neerwaartse druk op de koersen hebben uitgeoefend, terwijl in 1989 de situatie precies andersom was.

Het onderwaarderingspercentage is in 1990 weliswaar iets hoger dan in 1989, maar de spreiding omtrent het gemiddelde was in 1989 veel lager. Daarnaast waren er in 1989 veel meer introducties dan in 1990 en was er maar liefst in negen van de tien gevallen sprake van onderwaardering. Bij toepassing van een t-toets blijkt dat het gemiddelde onderwaarderingspercentage in 1989, zelfs bij een betrouwbaarheidsinterval van 99,5%, significant afwijkt van 0.

In het eerder genoemde onderzoek beweert Ritter dat ondernemingen gebruik maken van gunstige marktomstandigheden bij hun beursintroductie. Alhoewel er met deze gegevens geen statistisch bewijs voor te leveren is, wijzen de resultaten wel in deze

richting. Vanaf 1990 is het jaarlijkse aantal introducties weer gedaald (26 van de 34 introducties vonden plaats gedurende de eerste helft van de onderzoeksperiode), evenals het onderwaarderingspercentage en de aandelenomzet. Door het lage aantal waarnemingen is het echter niet mogelijk om hier algemene uitspraken over te doen.

Onderwaardering per koersniveau en branche

In tabel 3 staan de onderwaarderingspercentages bij een verdeling van de fondsen aan de hand van de hoogte van de introductiekoers, en aan de hand van de branche waarin de fondsen zich bevinden. Volgens eerder onderzoek is het gemiddelde onderwaarderingspercentage bij introducties met een zeer lage introductiekoers hoger dan bij de andere introducties¹¹. Dit zou onder andere te maken hebben met hogere risico's die aan deze fondsen verbonden zouden kunnen zijn. Uit tabel 3 blijkt dat dit hier niet het geval is; bij de lagere introductiekoersen hoort zelfs het laagste onderwaarderingspercentage. Aan de hand van de hoge standaarddeviatie van deze groep wordt ook duidelijk dat de verschillen tussen de betreffende zes fondsen aanzienlijk zijn. Om te analyseren of er significante verschillen tussen de berekende percentages bestaan, wordt de toets van Kruskal-Wallis toegepast. Bij toetsing blijkt dat H_0 niet verworpen kan worden.

Jog en Riding vonden dat in de industriële sector het onderwaarderingspercentage hoger was dan in andere sectoren¹². Ze hebben hier echter geen verklaring voor gevonden. Uit de gegevens in de tabel blijkt dat in dit geval de sector handel het hoogste percentage vertoont. Opvallend is dat vier van de vijf fondsen uit deze sector een positieve waarde hadden. Door het geringe aantal fondsen kunnen hier echter geen algemene conclusies aan worden verbonden. Toepassing van de Kruskal-Wallis test levert ook hier geen verwerping van H_0 op, zodat er gesteld kan worden dat de mate van onderwaardering binnen de drie sectoren gelijk is.

Herkomst van de aandelen

Tabel 4 geeft een overzicht van de resultaten, wanneer de geïntroduceerde fondsen worden verdeeld naar herkomst van de aandelen (emissie en/of herplaatsing), het percentage van het totale kapitaal dat werd geplaatst en de grootte van ondernemingen.

Bij de verdeling naar herkomst van de aandelen valt op dat het onderwaarderingspercentage het hoogst is bij die fondsen waar alleen nieuwe aandelen beschikbaar werden gesteld. Bij toepassing van de Kruskal-Wallis test kan de nulhypothese, dat de drie gemiddelden aan elkaar gelijk zijn, echter niet worden verworpen.

Tabel 3. Onderwaardering per koersniveau en branche

	Gem.% onderwaardering	Spreiding (std. dev.)	Aantal positief (onderw.)	Aantal negatief (overw.)	Totaal
Koersniveau (f)					
0-20	2,00	14,63	3	3	6
21-60	2,82	7,06	12	7	19
> 60	2,84	6,84	5	4	9
Branche					
Dienstverl.	-1,08	3,63	4	5	9
Industrie	3,91	10,32	12	8	20
Handel	4,54	3,18	4	1	5

9. Zie Y. Chou, *Statistical analysis for business and Economics*, Elsevier, Amsterdam, 1989, blz. 1079-1081.

10. *Jaarverslag van de Amsterdamse Effectenbeurs*, 1988, blz. 4

11. A.J. Chalk en J.W. Peavy, Initial public offerings: daily returns, offering types and the price effect, *Financial Analysts Journal*, sep-okt. 1987, blz. 65-69.

12. V.M. Jog en A.L. Riding, Underpricing in Canadian IPOs, *Financial Analysts Journal*, nov-dec. 1987, blz. 48-55.

In studies betreffende onderwaardering wordt vaak een verband gelegd tussen onderwaardering en onzekerheid: de mate van onderwaardering is hoger naarmate de onzekerheid omtrent de werkelijke waarde van een fonds toeneemt¹³. De hier gevonden resultaten wijzen ook in deze richting. Niet alleen is het percentage bij de emissie-groep het hoogst, maar tevens was er bij vier van de vijf fondsen binnen deze groep sprake van onderwaardering. Alhoewel er met deze gegevens dus geen statistisch bewijs voor te leveren is, is het wel waarschijnlijk dat de onzekerheid bij deze groep groter is dan bij de andere twee groepen¹⁴. Dit omdat de ondernemingen met de emissie nieuw geld ter beschikking krijgen en dit dus opnieuw zullen moeten investeren. Wanneer er sprake is van een herplaatsing is dit niet het geval en gaat de kapitaalstroom van nieuwe naar oude aandeelhouders.

Daarnaast treden er door een emissie veranderingen op in de kapitaalstructuur en kan er een wijziging optreden in de verdeling van de stemrechten (dit laatste aspect is in Nederland van relatief minder belang gezien de vele beschermingsconstructies). Waarschijnlijk zal de onzekerheid (en dus het percentage onderwaardering) dus groter zijn bij een emissie-introductie dan bij een herplaatsingsintroductie.

Percentage geplaatst kapitaal

De verdeling op basis van het percentage van het totale kapitaal, toont een hoog percentage (7,97%) bij die groep waar meer dan de helft van de aandelen beschikbaar komt. De nulhypothese kan echter niet worden verworpen. Ook is het aantal fondsen binnen deze groep zeer klein (4), zodat het moeilijk is om hier conclusies aan te verbinden.

Grootte van de onderneming

Bij relatief jonge bedrijven is het vaak zo dat de groot-aandeelhouders ook de oprichters van de onderneming zijn en familieleden al jarenlang over grote aandelenpakketten beschikken. Om niet de indruk te wekken dat de bezitters van deze aandelen hun bezit snel en voor veel geld willen 'dumpen', zal de introductiekoers eerder te laag dan te hoog moeten zijn om potentiële inschrijvers te kunnen overtuigen. De laatste verdeling uit deze tabel is een verdeling op basis van de totale marktwaarde van de fondsen. Ook hier kan de nulhypothese niet verworpen worden.

De rendementen na een half jaar

Er wordt nu gekeken naar de prestaties van de geïntroduceerde fondsen tijdens het eerste half jaar van verhandeling. De buitengewone rendementen zijn berekend aan de hand van de volgende vergelijking:

$$ER_{n,j} = [P_{n,j}/P_{1,j} \times I_{1,j}/I_{n,j} - 1] \times 100\%$$

$ER_{n,j}$ = procentueel buitengewoon rendement van het geïntroduceerde aandeel j voor periode n ;

$P_{n,j}$ = koers van het geïntroduceerde aandeel j op tijdstip n ;

$P_{1,j}$ = eerste slotkoers van het geïntroduceerde aandeel j ;

Tabel 4. Onderwaardering naar herkomst, geplaatst percentage en grootte van de onderneming

	Gem.% onderwaardering	Spreiding (std. dev.)	Aantal positief (onderwr.)	Aantal negatief (overwr.)	Totaal
Emissie en/of herplaatsing					
Herplaatsing	1,50	8,06	9	9	18
Em. en herpl.	3,84	10,06	6	5	11
Emissie	4,38	6,62	4	1	5
Geplaatst %					
0-25	1,12	7,48	6	6	12
26-50	2,55	8,79	11	7	18
51-100	7,97	9,58	3	1	4
Marktwaarde (f)					
0-100 mln	3,27	9,67	12	7	19
101-1000 mln	-0,43	4,15	4	5	9
>1000 mln	5,48	8,76	4	2	6

$I_{1,j}$ = beursindexwaarde op de eerste dag van verhandeling van het geïntroduceerde aandeel j ;

$I_{n,j}$ = beursindexwaarde op tijdstip n .

Voor ieder fonds wordt het buitengewone rendement berekend op drie verschillende tijdstippen: een maand na introductie, drie maanden na introductie en zes maanden na introductie. Er is van de veronderstelling uitgegaan dat alle fondsen even gevoelig zijn voor marktbevingen. De rendementen zijn dus niet gecorrigeerd voor het systematische risico van de fondsen. De reden hiervoor is dat een periode van één tot zes maanden te kort is om tot betrouwbare schattingen van bèta te komen. Daarnaast heeft eerder onderzoek aangetoond dat het niet noodzakelijk is om de rendementen van pas geïntroduceerde fondsen te corrigeren voor het systematische risico¹⁵. Er wordt dus verondersteld dat de gemiddelde bèta van het totale aantal fondsen in de buurt van één ligt. Alle aandelenkoersen zijn gecorrigeerd voor eventuele dividenduitkeringen.

Tabel 5 toont de buitengewone rendementen bij een onderverdeling van de fondsen naar markt. Het gemiddelde buitengewone rendement van alle 34 fondsen bedraagt na één maand -1,70%, na drie maanden is dit zelfs -4,88%. Dit houdt in dat de geïntroduceerde fondsen het gemiddeld slechter deden dan de markt. Eijgenhuijsen vond voor de periode 1982-1987 een buitengewoon rendement van -2,3% na één maand en -2,1% na drie maanden.

13. Zie R.P. Beatty, J.R. Ritter, Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings, *Journal of Financial Economics*, jg. 15, maart, blz. 2 13-2 32.

14. Als schatter van de onzekerheid kan de standaarddeviatie rondom het gemiddelde van de eerste vijf beurskoersen genomen worden. Een regressie-analyse met de standaarddeviaties als de verklarende variabele en het onderwaarderingspercentage als de te verklaren variabele, leverde geen enkele correlatie op.

15. Zie onder andere R.G. Ibbotson, Price performance of common stock new issues, *Journal of Financial Economics*, 1975, blz. 235-272.

Tabel 5. Buitengewone rendementen per markt

Na	1 mnd		3 mnd		6 mnd	
Markt						
Officiële markt	-2,33	(8,22)	-6,88	(12,41)	-7,32	(23,12)
Parallelmarkt	-1,06	(9,80)	-2,88	(19,64)	2,11	(31,55)
Totaal	-1,70	(8,93)	-4,88	(16,30)	-2,61	(27,65)

Tabel 6. Idem, per jaar

1987	-5,33	(7,92)	-13,43	(10,54)	-9,81	(26,20)
1988	-4,57	(3,75)	1,24	(28,52)	26,58	(38,71)
1989	0,00	(6,73)	-1,68	(14,31)	-3,01	(20,77)
1990	7,14	(17,38)	4,79	(21,83)	-1,55	(33,74)
1991	0,30	(3,92)	-1,28	(11,91)	-0,79	(16,49)
1992	-4,83	(-)	-8,20	(-)	-38,65	(-)

Voor de periode 1987-1992 is het gevonden buitengewone rendement na zes maanden -2,61%. Er is echter geen empirische ondersteuning te vinden voor de stelling dat het gemiddelde rendement van pas geïntroduceerde fondsen na zes maanden lager is dan het marktrendement. Bij toepassing van een t-toets blijkt namelijk dat zowel het totale, als ook de percentages behorende bij de officiële en de parallelmarkt, niet significant van 0 verschillen (ook de percentages tussen de twee markten onderling verschillen niet van elkaar)¹⁶.

Levis komt tot de conclusie dat er een relatie bestaat tussen het lange-termijnrendement (berekend over een periode van drie jaar) en de mate van onderwaardering: de slechtste lange-termijnrendementen behoren bij de fondsen met de hoogste initiële rendementen¹⁷. Volgens de auteur is het mogelijk dat onderwaardering niet de enige verklaring is voor de hoge initiële rendementen. Er zou tevens sprake zijn van te hoge eerste beurskoersen. Met de in ons onderzoek gevonden resultaten is er voor deze relatie echter geen bewijs te vinden. Dit kan betekenen dat er geen verband is tussen het lange-termijnrendement en onderwaardering, of dat dit verband er wel is maar dat zes maanden te kort zijn om hier uitspraken over te doen.

In tabel 6 staan de resultaten per jaar vermeld. Toepassing van de Kruskal-Wallis test op de gemiddelde buitengewone rendementen na zes maanden, levert een verwerping van de nulhypothese op. De jaargemiddelden zijn dus niet aan elkaar gelijk wanneer gekeken wordt naar de prestaties van de fondsen een half jaar na de introductie. Dit komt voornamelijk door het hoge percentage in 1988. Dit hoge percentage wordt vooral veroorzaakt door het fonds LCI Computer dat een zeer hoog rendement (82,9%) na zes maanden had. Wanneer dit fonds niet wordt meegenomen bij de berekeningen, daalt het percentage van 26,58 naar 7,81. Ondanks deze daling blijft het gemiddelde halfjaarrendement, van de fondsen die in 1988 op de beurs geïntroduceerd zijn, als enige boven het marktrendement liggen. Aangezien het percentage van 7,81 echter slechts betrekking heeft op drie fondsen, kunnen hier geen conclusies aan verbonden worden.

Samenvatting en conclusies

Deze studie heeft een gemiddeld onderwaarderingspercentage gevonden van 2,68 bij Nederlandse beursintroducties, welke gedurende 1987-1992 plaats hebben gevonden. Wanneer de percentages per jaar worden berekend, blijkt na toetsing dat het gemiddelde percentage onderwaardering in 1989 significant afwijkt van nul. Indien de fondsen verdeeld worden aan de hand van een aantal criteria, waarbij een relatie wordt gelegd tussen onderwaardering en de hoogte van de introductiekoersen, de branche, de herkomst van de aandelen, het geplaatst percentage en de grootte van de onderneming, blijkt dat bij iedere verdeling de nulhypothese (alle gemiddelden zijn aan elkaar gelijk) niet verworpen kan worden.

Er is verder gekeken naar de prestaties van de geïntroduceerde fondsen gedurende de eerste zes maanden van verhandeling. Het totale gemiddelde buitengewone rendement bedroeg -2,61% na zes maanden. Bij toetsing blijkt echter dat zowel het totale percentage als de percentages van de twee markten niet significant van nul verschillen. Er is dus geen empirische ondersteuning te vinden voor de stelling dat het rendement van pas geïntroduceerde fondsen na zes maanden lager is dan het marktrendement.

Een vergelijking met andere landen leert dat het onderwaarderingspercentage in Nederland betrekkelijk laag is. De commissiehuizen hebben hier een aantal verklaringen voor. Zo zouden de meeste bedrijven niet naar de beurs zijn gegaan om nieuw kapitaal aan te trekken, maar om grootaandeelhouders de kans te geven hun aandelen te gelde te maken, hetgeen een opwaartse druk uitoefende op de introductiekoersen. Daarnaast was het tijdstip vaak zo gekozen, dat op het moment van introductie de groei uit de ondernemingen was, zodat er in de toekomst waarschijnlijk geen hogere koersen tot stand zouden komen. Het feit dat sommige ondernemingen voor hun introductie bij een aantal commissiehuizen is gaan winkelen heeft de opwaartse druk op de introductiekoersen alleen maar doen toenemen. Ten slotte zou er sprake zijn geweest van een overmatig optimisme aan de zijde van de beleggers.

T.G. Huygen
A. Tourani Rad

16. De buitengewone rendementen zijn eveneens berekend bij een verdeling van de fondsen op basis van koersniveau, branche, herkomst van de aandelen, geplaatst percentage en totale marktwaarde. Na toetsing bleek echter dat de verschillen in uitkomst statistisch niet significant zijn.

17. M. Levis, *The long-run performance of initial public offerings: the UK experience 1980-1988*, paper gepresenteerd tijdens het 19de European Finance Association, Lissabon, Portugal, 1992.

18. I. Wildenberg, Een vroege dood: het echec van de beursintroducties, *Intermediar*, 13 november 1992, blz. 18-23.