

De performance van aandelenintroducties op de Amsterdamse effectenbeurs

Drs. H.J. van Hoeijen en Dr. N.L. van der Sar

1 Inleiding

In dit artikel onderzoeken we welke regelmatigheid de rendementsontwikkeling laat zien van 81 aandelenintroducties op de Amsterdamse Effectenbeurs gedurende 1980-1996. Dit zullen we doen voor zowel de (zeer) korte als de lange(re) termijn. Tevens gaan we in op mogelijke bijbehorende verklaringen en de voorspellende waarde van onze resultaten.

In paragraaf 2 geven we een overzicht van de relevante literatuur. Allereerst behandelen we de meest bekende anomalie bij aandelenintroducties, namelijk die van underpricing met aandacht voor het model van Rock (1986). De anomalie betreffende de langetermijn underperformance van aandelenintroducties wordt daarna besproken. Paragraaf 3 bespreekt de data en de door ons gehanteerde methodologie. In paragraaf 4 behandelen we de, onder meer op basis van introductieberichten en prospecti bepaalde, attributen van het introductieproces, de onderneming en de markt. Tevens gaan we in op het mogelijke verband tussen de rendementen gemeten na introductie over verschillende perioden en de attributen. De empirische resultaten van onze studie worden gepresenteerd in paragraaf 5. Daarbij zullen we aandacht besteden aan de relatie met de eerder behandelde theorieën en aan de voorspellende waarde van onze resultaten. Paragraaf 6 sluit af met enige conclusies.

2 Literatuur

2.1 Underpricing

Een intussen zeer omvangrijk aantal studies heeft zich bezig gehouden met aandelenintroducties (zie Ibbotson en Ritter, 1995, voor een recent overzicht). De meeste daarvan zijn empirisch van karakter en betreffen de korte termijn. Underpricing blijkt een algemeen voorkomend verschijnsel te zijn van kracht voor verreweg de meeste aandelen op alle beurzen. Bijvoorbeeld, Ibbotson, Sindelar en Ritter (1994) vonden voor de USA gedurende de periode 1960-1992 een gemiddeld initieel rendement (IR, bepaald op basis van de slotkoers van de eerste handelsdag en de introductiekoers) van 15,3%, Levis (1993) 14,3% voor Groot-Brittannië over de jaren 1980-1988 en Wasserfallen en Wittleder (1994) 17,6% voor Duitsland van 1961 tot en met 1987. Het enige internationaal gepubliceerde onderzoek naar aandelenintroducties op de Amsterdamse Effectenbeurs is dat van Wessels (1989). Het door hem gevonden niveau van underpricing over 1982-1987 bedraagt 5,1%. Latere studies kwamen uit op ongeveer 8% (bijvoorbeeld, Eijgenhuijsen, 1989; voor een overzicht zie Huibers, 1995). In vergelijking met andere landen lijkt dat misschien laag, maar naast de internationaal min of meer gebruikelijke techniek van de vaste inschrijfprijs werden in Nederland, net zoals in Frankrijk, ook andere introductiesystemen gehanteerd (vergelijk ook paragraaf 4), met substantieel lagere underpricing-niveaus.

Vrijwel alle verklaringen voor dit fenomeen berusten op het bestaan van ex-ante onzekerheid, waarbij wordt uitgegaan van het bij verschillende

Drs. H.J. van Hoeijen is SAP consultant bij Cap Gemini. Hij schreef dit artikel op persoonlijke titel. Dr. N.L. van der Sar is verbonden aan Capaciteitsgroep Financiering en Belegging van de Erasmus Universiteit Rotterdam.

betrokken partijen in meer of mindere mate ontbreken van zekerheid omtrent de waarde van de onderneming. Het daaruit voortvloeiende strategische gedrag heeft als uiteindelijk resultaat een 'korting' op de prijs in de vorm van een lagere introductiekoers.

Rock's (1986) bijdrage in dit verband is waarschijnlijk het meest plausibel. In zijn model maakte hij (voor de eenvoud) onderscheid tussen beleggers die perfect geïnformeerd zijn over de waarde van een aandelenintroductie en beleggers zonder informatie. De uitkomst van de allocatie van aandelen bij introductie zal voor niet-geïnformeerde beleggers verhoudingsgewijs ongunstig zijn (adverse selection bias). Ter compensatie hiervan zullen aandelenintroducties gemiddeld genomen voldoende underpriced moeten zijn. Zo niet, dan zal het bij niet-geïnformeerde beleggers op rationele gronden ontbreken aan enige vraag naar aandelenintroducties. Duidelijk is dat het adverse selection problem groter zal zijn bij meer ex-ante onzekerheid over de waarde van een beursintroductie. Koh en Walter (1989) vonden in hun studie naar underpricing en het rantsoeneringsproces bij de allocatie van aandelenintroducties in Singapore (1973-1987) directe empirische ondersteuning voor het model van Rock (1986). Echter, uitvoering van een dergelijk onderzoek is in de meeste landen, waaronder Nederland, onmogelijk vanwege de datavereisten. Wel is in veel studies indirect empirisch bewijs gezocht, en ook vaak gevonden, door verscheidene proxy-variabelen voor ex-ante onzekerheid te beschouwen op hun verklarende waarde voor IR (zie Huibers, 1994, voor een overzicht). De toegepaste proxies die al vooraf bekend zijn blijken zeer divers van aard, variërend van het aantal doeleinden van de aandelenintroductie tot de leeftijd van de uitgevende onderneming. Beatty en Ritter (1986) bouwden voort op het model van Rock (1986) en beredeneerden op formele wijze het bestaan van een evenwichtsrelatie tussen het niveau van underpricing en de mate van ex-ante onzekerheid over de waarde van een beursintroductie. Daarbij kenden zij een centrale rol toe aan de underwriter (waarmee bedoeld is de financiële instelling die de meest belangrijke rol speelt bij de eerste beursgang van een onderneming). In hun empirische analyse voor de USA (1977-1982) vonden Beatty en Ritter (1986) indicaties voor de juistheid van deze toetsbare propositie.

Verklaringen voor underpricing die werden gezocht in, onder meer, het bestaan van informatie-asymmetrie tussen andere partijen dan beleggers onderling en koersondersteuningsoperaties van underwriters laten we onbesproken (zie hiervoor bijvoorbeeld Huibers, 1994; en Ibbotson en Ritter, 1995). Ook zijn er nog theorieën die, in tegenstelling tot alle eerder genoemden, gebaseerd zijn op irrationeel beleggersgedrag. Omdat daarbij tevens wordt uitgegaan van het uiteindelijk tot inkeer komen van de markt met langetermijn underperformance als gevolg, bespreken we dit in de volgende paragraaf.

2.2 Langetermijn underperformance

Herhaaldelijk is uit onderzoek naar voren gekomen dat rendementen van aandelenintroducties in de after-market vanaf het slot van de eerste handelsdag tot enige weken en maanden daarna nauwelijks enige afwijking vertoonden met die van de markt. De koersaanpassing vindt volledig plaats binnen de eerste dag en er is geen reden tot twijfel aan een efficiënte after-market op de korte termijn. Echter, voor wat betreft de lange termijn bestaat er sinds enige tijd in verscheidene landen empirische bewijsvoering voor underperformance, een andere anomalie betreffende aandelenintroducties (voor onderzoeksresultaten in dit verband, zie Ibbotson en Ritter, 1995). Vanaf ongeveer één jaar tot wel vijf of zes jaar na introductie laat de after-market rendementsontwikkeling een ongunstig beeld zien. Verklaringen hiervoor zijn vooral gezocht in samenhang met de underpricing-anomalie, hoewel er gedurende het eerste half jaar na introductie geen sprake is van underperformance. De meeste underpricing-theorieën gaan echter uit van rationeel gedrag en bevatten geen implicaties voor het rendementsverloop van aandelenintroducties in de after-market. Een uitzondering hierop wordt misschien gevormd door de verklaring voor het hoge IR die berust op koersondersteuning. Maar vanwege de hoge kosten zal de underwriter koersondersteuningsoperaties niet lang doorzetten. Daarom zal een eventueel effect van het beëindigen daarvan reeds snel na introductie zichtbaar moeten zijn.

Anders ligt het bij de in de vorige paragraaf aangekondigde underpricing-theorieën, die zijn gebaseerd op gedragswetenschappelijke elementen of irrationeel beleggersgedrag en langetermijn

underperformance als implicatie hebben. Uitgaande van heterogene verwachtingen ('divergence of opinion') beargumenteerde Miller (1977) het belang van de marginale belegger bij de prijsvorming van aandelen. Bij veel onzekerheid over de juiste prijs zal een grote divergence of opinion, met ook zeer of zelfs buitensporig optimistisch gestemde kopers op de eerste handelsdag, leiden tot een grote mate van underpricing. In de loop der tijd zal met het vrijkomen van niet noodzakelijk negatieve informatie de divergence of opinion afnemen met underperformance als gevolg. De rendementen in de after-market na één jaar (Aggarwal en Rivoli, 1990) en na drie jaar (Ritter, 1991) suggereren dat de koers bij introductie gemiddeld genomen niet te laag is gesteld, maar eerder te hoog. De positieve buitengewone rendementen direct na introductie verklaren ze door een tijdelijke overwaardering als gevolg van overoptimisme bij beleggers. Deze zogenaamde 'fads' zouden zich sterker manifesteren bij aandelenintroducties die omgeven zijn met meer onzekerheid over de waarde. Een te optimistische houding van beleggers kan, bijvoorbeeld, ontstaan door 'window dressing'. Dit refereert aan het manipuleren van accounting numbers door de eigenaars-verkopers zó, dat een zeer gunstig beeld van de onderneming ontstaat bij de eerste beursgang. Daarnaast is niet uit te sluiten dat ondernemingen gebruikmaken van 'windows of opportunity' en het moment van de eerste beursgang goed 'timen' (vergelijk, onder meer, Ritter, 1991).

3 Data en methodologie

Over de periode januari 1980 tot en met december 1996 zijn gegevens verzameld betreffende introducties op de Amsterdamse Effectenbeurs. Daarbij gaat het om niet eerder genoteerde aandelen op de Officiële Markt (OM) gedurende de gehele onderzoeksperiode en op de Officiële Parallelmarkt (PM) gedurende haar bestaan, dus vanaf begin 1982 tot en met eind 1993. Omdat onze onderzoeksperiode loopt tot eind 1996 zullen introducties op de onlangs van start gegane Nieuwe Markt van de Amsterdam Exchanges (NMAX) buiten beschouwing worden gelaten.

Voor de samenstelling van onze onderzoekspopulatie zijn de volgende selectiecriteria gehanteerd:

- 1 Alleen introducties van gewone aandelen worden opgenomen, dus bijvoorbeeld niet die

waarbij de uitgifte geschiedde in combinatie met warrants.

- 2 Introducties van aandelen met tegelijkertijd of al eerder een notering op een (andere) markt worden uitgesloten. Daaronder vallen, bijvoorbeeld, aandelen waarop inschrijving niet mogelijk was, zoals introducties door verhandeling en die door verwisseling. De eerste categorie betreft, onder meer, aandelen van ondernemingen met eerder een notering op de over-the-counter markt in Amsterdam en aandelen van ondernemingen die overgestapt zijn van de PM naar de OM. Bij de tweede categorie gaat het om, bijvoorbeeld, aandelen van een onderneming die voortkomt uit een fusie van ondernemingen die daarvoor reeds een beursnotering hadden.
- 3 Introducties van beleggingsfondsen worden niet opgenomen.

Verder is nog een aandelenintroductie uitgesloten die kort na de crash in 1987 plaatsvond. Het niveau van overpricing was zeer hoog en in de kortetermijn after-market werden de aandelen nauwelijks of niet verhandeld. Opname in de onderzoekspopulatie zou een substantieel effect hebben op een aantal uitkomsten van onze berekeningen (een uitbijter dus). Uiteindelijk resteerden 81 aandelenintroducties die geschikt waren voor onderzoek.

Voor de berekening van de rendementen in de initiële periode is de vaststelling van het aanvangstijdstip van belang, het zogenaamde prijsbepalingsmoment. Bij introducties door middel van de vasteprijstechniek is dat (het slot van) de laatste beursdag voor de verschijningsdatum van de prospectus. In het geval van introducties via het tender- en ook het bookbuilding-systeem hanteren we daarvoor de laatste dag van inschrijving. Immers, tot (het slot van) die dag kan een inschrijving ongedaan worden gemaakt of gewijzigd. Bij claimintroducties is het slot van de eerste dag van de claimhandel genomen (net zoals in het onderzoek van Wessels, 1989). Een keuze voor een later tijdstip als prijsbepalingsmoment ligt niet voor de hand, omdat de handel in claims niet vrijblijvend is maar daadwerkelijk geschiedt (let wel, in het algemeen hoofdzakelijk op de eerste dag) en er prijsvorming plaats heeft zonder invloed van latere (onverwachte) ontwikkelingen in de markt.

De performance van aandelenintroducties zullen we meten aan de hand van de rendementen die worden gerealiseerd op aandelen kort na introductie en over tijdsperioden van enige jaren nadien. Vanwege het ontbreken van historische rendementen kan het systematische of beta-risico niet vooraf worden bepaald. Wel achteraf, maar dat biedt geen oplossing omdat ons onderzoek gericht is op het ontlenen van predictieve waarde aan de empirische resultaten en daarom alleen van te voren bekende informatie gebruikt. Bovendien zijn in meerdere studies indicaties gevonden voor het niet stationair zijn van de aandelen-beta na introductie (zie, bijvoorbeeld, Ibbotson, 1975). Om toch een effect van marktbewegingen in onze analyse te incorporeren zijn de rendementen genomen in afwijking van de markt, zoals min of meer gebruikelijk. In feite is daarmee gekozen voor $\beta=1$ zonder onderscheid tussen de aandelen. Het voor de markt aangepaste initiële rendement IRA is het rendement op het aandeel berekend op basis van de introductiekoers en de slotkoers van de eerste handelsdag verminderd met het buy-and-hold rendement op de marktindex vanaf het moment van de prijsbepaling tot het slot van de eerste dag. Bij het voor de markt aangepaste after-market rendement ARA_t gaat het om het verschil tussen het buy-and-hold rendement van het aandeel vanaf het slot van de eerste handelsdag tot t maanden nadien en dat van de markt over dezelfde periode.

Gebruik van buy-and-hold rendementen geschiedt, in navolging van onder meer Loughran en Ritter (1995), vooral om de complicaties te vermijden die ontstaan als gevolg van (in)frequente handel bij toepassing van een andere berekeningswijze. Bovendien sluit dit aan bij de implementatie van de gelijknamige (passieve) beleggingsstrategie. Om een duidelijk(er) beeld te krijgen betreffende het bestaan en de eventuele omvang en verklaring van zowel underpricing als langetermijn underperformance in Nederland wordt de after-market performance gemeten exclusief de initiële periode. Daarbij komt nog dat het voor veel beleggers vaak niet mogelijk is om aandelen te verwerven tegen introductieprijs, maar wel tegen de marktprijs. Overigens, het verschil tussen het voor de markt aangepaste buy-and-hold rendement na t maanden vanaf het moment van prijsbepaling, dus inclusief de initiële periode, en de som van IRA en ARA_t

is gelijk aan slechts de waarde van het product van IRA en ARA_t . Een maand is gekozen als 21 handelsdagen.

De marktindex die we hanteren voor fondsen geïntroduceerd op de OM is de CBS-herbeleggingsindex exclusief Koninklijke Olie. Deze index houdt rekening met het herbeleggen van contante dividenden en is exclusief Koninklijke Olie vanwege de anders sterk dominante invloed daarvan. Gelet op het verschil in karakter tussen de OM en de PM is voor introducties op de PM een andere marktindex gebruikt, namelijk de CBS-herbeleggingsindex-lokaal. Deze index sluit beter aan op de PM en wordt ook aangepast voor contante dividenden. De bij de rendementsberekeningen gebruikte slotkoersen komen van Datastream en zijn daar waar nodig aangepast voor contante dividenden.

Cijfers die we zullen presenteren zijn, onder meer, gemiddelden van IRA en ARA_t tot 5 jaar na de eerste notering ($t=60$) over de populatie van 81 aandelenintroducties. Ter voorkoming van een 'survivorship bias' zijn bij de berekening van het gemiddelde ARA_t de rendementen van aandelen met beëindiging van hun notering voor het verstrijken van maand t als zodanig meegenomen tot het moment van delisting en daarna tot en met maand t bepaald als het marktrendement. Praktisch gezien komt dit erop neer dat het bij beëindiging van de notering vrijgekomen vermogen herbelegd wordt in de marktindex. Overigens, voor grote waarden van t betreffen de berekeningen van de performance in de after-market natuurlijk minder dan 81 aandelen vanwege de (zeer) recente datum van sommige aandelenintroducties in onze data set.

In ons onderzoek naar rendementspatronen tot direct en lange(re) tijd na introductie, beperken we ons tot het op indirecte wijze toetsen van eerder behandelde theorieën. Anders gesteld, het al dan niet bestaan van verbanden tussen de performance en vooraf bekende attributen van het introductieproces, de onderneming en de markt wordt beschouwd op de geloofwaardigheid in relatie tot die theorieën. Dientengevolge kunnen onze resultaten ten hoogste opgevat worden als indirecte bewijsvoering. Positieve uitkomsten in dit verband zijn desondanks niet zonder belang, vooral vanwege de predictieve waarde die op

basis daarvan kan worden toegekend. De invloed van diverse attributen op zowel de korte- als de lange(re)termijn performance wordt eerst onderzocht aan de hand van indelingen in categorieën. Daarmee kan een deels aanwezig effect van een attribuut, bijvoorbeeld alleen voor de hoge of lage waarden, zichtbaar worden gemaakt. En ook in hoeverre er daarbij sprake is van underpricing en/of lange(re)termijn underperformance. Tevens kan voor conceptueel gelijksoortige attributen de mate worden vastgesteld waarin zich een overeenkomstig effect manifesteert. Bovendien kunnen daaraan indicaties worden ontleend voor het al dan niet bestaan van een functioneel verband. Dat laatste zal worden getoetst door middel van multiple regressie-analyse, waar natuurlijk ook gecontroleerd wordt voor een eventuele overlap van effecten. In de volgende paragraaf besteden we aandacht aan de diverse attributen, de wijze van operationalisering en het mogelijke verband met underpricing en/of lange(re)termijn underperformance.

4 Attributen

Uit de introductieberichten en prospecti is informatie verzameld met betrekking tot de toestand van de onderneming en het introductieproces. De *bedrijfstak* is vastgesteld op basis van de kernactiviteiten en producten. Hierbij kunnen de volgende categorieën worden onderscheiden:

- kapitaalgoederen;
- consumptiegoederen;
- informatie-technologie/ hi-tech;
- financiële dienstverlening;
- overige dienstverlening.

Op voorhand is het moeilijk een verwachting uit te spreken ten aanzien van verschillen in performance tussen de genoemde sectoren. De technologiefondsen betreffen een nog jonge sector, wellicht omgeven met meer ex-ante onzekerheid over de marktwaaarde. De langetermijn performance van instellingen behorend tot de sector van de financiële dienstverlening zal deels gerelateerd zijn aan de ontwikkeling van de rente(s). Echter, niet onbelangrijk is dat daarover vooraf geen of weinig zekerheid bestaat.

De *leeftijd* is gemeten vanaf het oprichtingsjaar van de zelfstandige vennootschap tot het jaar van introductie. Op de wijze van vaststelling van de introductiekoers P wordt later in deze para-

graaf ingegaan. Ondernemingen met een hogere *leeftijd* en/of P genieten vaak meer bekendheid en ervaring, en zijn meestal groter en minder kwetsbaar. Dientengevolge zou het vooraf bepalen van de waarde gemakkelijker kunnen zijn. Daarmee samenhangend is overoptimisme minder snel te verwachten, met als gevolg betere resultaten op de lange termijn. Ook gerelateerd met P is de mogelijke manifestatie van een liquiditeitseffect, vooral bij lage waarden. Dit zou kunnen leiden tot een grotere underpricing. De vaststelling van de introductiekoers wordt ook wel in verband gebracht met de doelgroepen bij plaatsing van de aandelen. Een lagere prijsstelling zou relatief meer particuliere beleggers (moeten) aantrekken.

Afgeleid uit de jaarrekening van het boekjaar voorafgaand aan de introductie zijn de totale assets- of balanswaarde A, de netto winst EARN en de cash flow CF zijnde EARN plus afschrijvingen. Daarmee is een kengetal bepaald voor de winstgevendheid of rentabiliteit van de onderneming, te weten het quotiënt van de cash flow en de totale assets-waarde $CFA = CF/A$. Ingeval dit kengetal met betrekking tot de operating performance als maat worden genomen voor de effectiviteit van het huidige management, dan behoeven beleggers zich bij hoge waarden minder zorgen te maken over de toekomst van de onderneming en is er dus ook minder ex-ante onzekerheid. Overigens kan men zich afvragen in hoeverre het voor de onderneming mogelijk is om dit cijfer te manipuleren. Door window dressing kan moedwillig een nogal optimistisch beeld van de onderneming worden geschapen met als mogelijk gevolg langetermijn underperformance.

Bij wat we zullen noemen 'value indicators' gaat het om de hoogte van bepaalde waardemaatstaven, zoals de winst en cash flow per aandeel, afgezet tegen de introductiekoers. De 'earnings-to-price ratio' EP is bepaald als het quotiënt van $EARN/QVOOR$ en P. Hierbij staat QVOOR voor het totale aantal aandelen dat voor de introductie is geplaatst en volgestort, en dat dus in handen is van de (oorspronkelijke) eigenaars. Veel beleggers beoordelen aan de hand van een dergelijk kengetal of een aandeel duur betaald wordt of niet. Bij aandelenintroducties wordt door een value indicator het netto gegenereerde vermogen uitgedrukt per gulden inleg (op basis van de introductiekoers). Een hoge waarde en dus een

relatief lage prijsstelling zou beleggers vertrouwen geven en de ex-ante onzekerheid reduceren. Overigens, dit vertrouwen kan misplaatst zijn in het geval van window dressing. Daarbij past dan langetermijn underperformance. In de literatuur wordt een value indicator ook wel gerelateerd aan de potentieel aanwezige groei. Een relatief hoge (lage) waarde zou in dat geval wijzen op een lage (hoge) verwachte groei. Onder de ondernemingen die voor het eerst een beursnotering aanvragen zitten echter nogal wat vermeende groeiers, met een bijbehorend hoog niveau van ex-ante onzekerheid over de waarde. Overigens, in plaats van EP zullen we de in de praktijk meer bekende koers/winst-verhouding KW ($= 1/EP$) hanteren.

Onder de motieven van de onderneming voor de eerste beursgang worden in het introductiebericht of prospectus genoemd de mogelijkheid voor een toekomstig beroep op de vermogensmarkt, een betere verhandelbaarheid van de aandelen, financiering van groei en strategische motieven. Het aantal vermelde motieven zullen we aangeven met de variabele *doelen*. Het hebben van veel aanwendingsdoeleinden kan gemakkelijk negatief worden uitgelegd omdat het een grote vermogensbehoefte suggereert. Belangrijker nog is de te verwachten grotere onzekerheid omtrent de toekomstige cash flows bij een groter aantal *doelen* (vergelijk Beatty en Ritter, 1986).

Met de *underwriter* wordt de leider van het syndicaat bedoeld die de onderneming begeleidt bij de eerste beursgang. Bij een onderverdeling naar reputatie zijn de ABN, Amro en ABN Amro (de fusie vond plaats in de tweede helft van 1990) in de eerste groep geplaatst en de anderen in de tweede. Uitgaande van de gedachte dat prestigieuze banken ervoor kiezen minder speculatieve ondernemingen bij de eerste beursgang te begeleiden kan de reputatie van de *underwriter* een signaalwerking hebben betreffende de kwaliteit van de onderneming. Dus, een betere reputatie impliceert meer zekerheid over de waarde van de aandelenintroductie.

De hoogte van de introductiekoers volgt in het algemeen uit nauw overleg tussen de uitgevende onderneming en de underwriter. Voor wat betreft de wijze van vaststelling verschilt de Amsterdamse Effectenbeurs van de meeste andere (buitenlandse) aandelenbeurzen door de relatief grote verschei-

denheid aan gehanteerde *introductiemethoden*. Bij gebruik van de vasteprijsstechniek worden de aandelen (waarvan het aantal vooraf bekend is) aangeboden tegen een vaste prijs. Ingeval een introductie volgens het tender-systeem plaatsvindt kunnen potentiële beleggers bij inschrijving aangeven welk aantal aandelen ze willen kopen tegen welke prijs (ten minste gelijk aan een vooraf bekende minimumprijs). Na inschrijving wordt de introductiekoers zo vastgesteld dat alle aandelen kunnen worden geplaatst. Bij de bookbuilding-techniek kunnen (meestal alleen institutionele) beleggers binnen een van tevoren vastgestelde bandbreedte aangeven hoeveel aandelen ze tegen welke prijzen willen afnemen. Kenmerk van deze introductietechniek, die meerdere varianten kent, is de grote mate van transparantie. Een claimintroductie maakt gebruik van claims of inschrijfrechten. De oorspronkelijke aandeelhouders kunnen deze claims op de beurs verkopen voordat de introductie daadwerkelijk plaats heeft (of ze zelf uitoefenen). De prijs van een aandeel wordt bijgevolg bepaald als een vaste prijs vermeerderd met de marktprijs van een claim.

Enkele kanttekeningen nog. Bij de vasteprijsstechniek vindt natuurlijk ook overleg plaats met potentiële beleggers, alleen is dat op kleine schaal en niet op een geformaliseerde wijze. En bij de bookbuilding-methode geschiedt de inventarisatie van de vraag weliswaar op een formele manier, maar de inschrijving is tegen een vaste prijs (namelijk de introductiekoers bepaald op basis van het 'book' dat is opgemaakt). Tussen de *introductiemethoden* is onderscheid naar de mate van ex-ante onzekerheid over de waarde van een aandelenintroductie mogelijk op basis van de betrokkenheid van de markt bij de bepaling van P. Het is dan te verwachten dat de underpricing het grootst is bij introducties tegen een vaste prijs en die volgens de bookbuilding-techniek, duidelijk kleiner is bij introducties volgens het tender-systeem en nauwelijks of niet aanwezig is bij claimintroducties.

Ten slotte, de volatility SIGMA wordt gemeeten als de standaardafwijking van de rendementen over de twee maanden voorafgaand aan het moment van prijsbepaling. Dit attribueert geeft een indicatie voor de omstandigheden in de markt. Een zeer beweeglijke markt kan duiden op voortdurend veranderende omstandigheden met bijgevolg meer ex-ante onzekerheid. Ook kan een

Tabel 1: Buy-and-hold rendementen in afwijking van de markt

	<i>Aantal</i>	<i>IRA</i>	<i>ARA₁</i>	<i>ARA₁₂</i>	<i>ARA₃₆</i>	<i>ARA₆₀</i>
TOTAAL	81	7,8	-1,9	6,5	17,1	-17,9
<i>Bedrijfstak</i>						
Kapitaalgoederen	34	6,4	-2,0	2,5	32,8	-1,6
Consumptiegoederen	16	3,1	-2,5	7,3	-7,7	6,7
Info & Hi-tech	16	10,5	-2,4	21,2	1,7	-68,1
Financiële dienstverlening	6	28,1	3,2	-2,3	31,7	-20,8
Overige dienstverlening	9	3,4	-3,2	-1,4	10,8	-25,9
<i>Leeftijd</i>						
≤10	17	11,7	-0,2	7,9	0,1	-65,9
(10, 20)	15	8,0	-4,1	-2,9	-35,1	-45,3
(20, 40)	15	8,5	-0,7	4,6	7,6	-9,8
(40, 80)	17	10,9	-1,4	33,5	81,0	5,2
>80	17	0,2	-3,4	-9,0	28,7	24,7
<i>P</i>						
≤20	10	15,4	-0,2	19,2	10,5	-100,1
(20, 30)	20	11,8	-2,5	12,2	38,8	-5,6
(30, 40)	21	7,9	0,2	10,8	42,1	5,8
(40, 55)	11	5,1	-4,0	-3,6	-11,6	-3,8
(55, 80)	11	2,7	-3,4	-14,9	-18,0	-7,7
>80	8	-1,0	-3,3	9,2	0,1	-31,5
<i>CFA</i>						
≤0,100	23	10,8	-3,0	6,4	63,0	48,3
(0,100, 0,125)	20	4,7	0,0	9,8	27,7	-20,3
(0,125, 0,150)	12	9,4	-0,6	26,6	-7,6	-45,0
(0,150, 0,200)	15	6,4	-2,9	1,5	-3,3	-55,1
>0,200	11	7,5	-3,4	-17,1	-56,7	-72,9
<i>KW</i>						
≤10	29	6,7	-2,1	1,9	49,3	-11,1
(10, 15)	18	7,5	-2,5	0,6	-3,6	-34,5
(15, 25)	17	8,6	-1,7	19,4	23,8	47,2
>25	17	9,2	-1,4	8,6	-51,9	-97,9
<i>Doelen</i>						
1	18	1,8	1,7	0,9	9,0	13,3
2	33	5,0	-4,6	11,6	26,5	-21,0
3	23	12,1	-2,2	2,3	-14,8	-33,9
4	7	22,5	2,3	11,6	115,1	-18,3
<i>Underwriter</i>						
ABN, Amro en ABN Amro	36	3,1	-4,5	3,4	4,8	-1,6
Overigen	45	11,6	0,1	8,9	26,5	-30,2
<i>Intromethode</i>						
Claim	17	-2,0	-1,8	1,0	38,4	26,1
Tender	8	4,3	0,6	22,9	-11,0	-14,4
Vast	44	10,5	-1,8	-0,7	13,8	-37,3
Bookbuilding	12	14,3	-4,5	41,8	-	-
<i>SIGMA</i>						
≤0,60%	16	13,6	0,2	52,3	17,9	32,5
(0,60, 0,75)	19	5,0	-5,5	-5,4	47,9	-5,3
(0,75, 0,90)	20	6,8	-0,6	9,3	38,0	-1,8
(0,90, 1,20)	14	1,4	-3,5	-10,7	1,9	-34,6
>1,20%	12	13,8	0,4	-14,5	-34,0	-70,4

hoge volatiliteitswaarde uitdrukking zijn van het ontbreken van consensus in de markt voor wat betreft de prijsvorming. Sterk uiteenlopende verwachtingen, of anders gezegd een grote divergence of opinion, hebben langetermijn underperformance als mogelijk resultaat (vergeleijk paragraaf 2.2).

5 Empirische resultaten

Hier volgt een bespreking van de resultaten van ons empirisch onderzoek uitgevoerd voor de 81 aandelenintroducties op de Amsterdamse Effectenbeurs gedurende 1980-1996. Achtereenvolgens besteden we aandacht aan de fenomenen underpricing en lange(re)termijn underperformance. Tabel 1 presenteert de buy-and-hold rendementen in afwijking van de markt over de initiële periode (IRA) en in de after-market over 1, 12, 36 en 60 maanden (respectievelijk ARA_1 , ARA_{12} , ARA_{36} en ARA_{60}) voor de totale populatie en voor onderscheiden subgroepen, met ook vermelding van het desbetreffende aantal introducties.

5.1 Underpricing

Het underpricing-niveau blijkt te liggen op 7,8%. Beperken we ons tot de aandelenintroducties volgens de vaste prijs- en bookbuilding-techniek, dan komen we uit op ruim boven de 11%, vergelijkbaar met veel andere landen.

Het IRA van de *bedrijfstak* financiële dienstverlening is met 28,1% opvallend hoog. Immers, juist van instellingen in deze sector mag een grote kennis van zaken worden verwacht of, anders gezegd, nauwelijks of geen informatie-achterstand ten opzichte van de underwriter. Dat dit klaarblijkelijk niet leidt tot een lager niveau van underpricing is overigens reeds eerder vastgesteld door Muscarella en Vetsuypens (1989) in hun studie naar instellingen die zichzelf naar de beurs brachten. Tussen IRA en *leeftijd* blijkt geen verband te bestaan. De negatieve samenhang tussen IRA en de introductiekoers P die wordt

gesuggereerd door de cijfers in tabel 1 past bij de veronderstelde relatie tussen P en ex-ante onzekerheid. Daarbij is het niet ondenkbaar dat de belangstelling van particuliere beleggers in verhouding tot institutionele beleggers voor de laag geprijsde aandelen relatief groter is, maar een afdoend bewijs hiervoor hebben we niet. Overigens, in afwijking van het onderzoek van Chalk en Peavy (1987) voor de USA (1975-1982) komen zeer laag geprijsde aandelenintroducties in Nederland praktisch gesproken niet voor, en is er dus ook geen 'low-price'-effect te verwachten. Zo bedraagt de laagst waargenomen introductiekoers maar liefst f 7,50 en zitten de meeste aandelenintroducties uit de laagste groep dichtbij de bovengrens van f 20,-. Onderscheid van het IRA naar CFA levert praktisch gesproken niets op.

Van de value indicators blijkt KW invloed op IRA te hebben. Het positieve effect kan worden geïnterpreteerd als ondersteuning voor het model van Rock (1986). Immers, in de praktijk wordt KW vaak gezien als een groei-indicator, en een hoge verwachte groei gaat in het algemeen gepaard met een grotere mate van onzekerheid ten aanzien van de realisatie daarvan in de toekomst.

Het aantal *doelen* beïnvloedt het IRA. Naarmate dat groter is resulteert een aanmerkelijk hoger underpricing-niveau. Daarmee lijkt het aantal *doelen* een goede proxy voor de mate van ex-ante onzekerheid betreffende de waarde van een aandelenintroductie. Onder de *underwriters* hebben de ABN en Amro vroeger apart en later samen als ABN Amro altijd een zeer sterke marktpositie gehad (bijna 45%). Introducties door hen begeleid hebben gemiddeld genomen een lagere IRA. Echter, feit is ook dat de variatie in het IRA over de aandelenintroducties per underwriter-categorie, dus enerzijds ABN, Amro en ABN Amro en anderzijds de overigen, nogal groot is. Dat blijkt bijvoorbeeld, als we daarbinnen onderscheid maken naar de *introductiemethode*.

Tabel 2: IRA opgesplitst naar underwriter en introductiemethode

	<i>Claim</i>	<i>Tender</i>	<i>Vast</i>	<i>Bookbuilding</i>	<i>Totaal</i>
ABN, Amro en ABN Amro	-2,9 (8)	3,0 (1)	3,7 (21)	9,2 (6)	3,1 (36)
Overige	-1,2 (9)	4,5 (7)	16,7 (23)	19,4 (6)	11,6 (45)
Totaal	-2,0 (17)	4,3 (8)	10,5 (44)	14,3 (12)	7,8 (81)

In tabel 2 (zie pagina 127) zijn de IRA-waarden gegeven van de aandelenintroducties opgesplitst naar underwriter en introductie-methode.

Daaruit kan worden opgemaakt dat het underpricing-niveau van de door ABN, Amro en ABN Amro begeleide introducties bij toepassing van de vasteprijstechniek en ook van de bookbuilding-methode substantieel lager is dan bij andere underwriters. Dit is consistent met het model van Rock, immers in het geval van de meest prestigieuze underwriters bestaat er klaarblijkelijk de minst grote ex-ante onzekerheid en worden de laagste underpricing-niveaus gerealiseerd. Voor introducties volgens het tender-systeem en vooral voor claimintroducties worden zeer lage underpricing-niveaus gevonden. Dat is niet onverwacht omdat de betrokkenheid van de markt bij de introductiekoersvaststelling groot is en er dus weinig ex-ante onzekerheid bestaat over de waarde ervan. Ten aanzien van het daarbij praktisch ontbreken van onderscheid tussen de twee categorieën underwriters kan worden opgemerkt dat er natuurlijk wel sprake moet zijn van een bepaalde mate van ex-ante onzekerheid voordat verschillen van enige importantie kunnen worden waargenomen. Ten slotte, hoewel niet in de tabel vermeld, is opmerkelijk de tot nu toe (dus eind 1996) zeer kleine rol van de ING en RABO. Daarnaast mag het recente optreden van enkele Amerikaanse investment bankers als global coordinator opvallend worden genoemd, ook vanwege de zelfs voor nieuwkomers op de Nederlandse markt van aandelenintroducties zeer hoge underpricing-niveaus. Onderscheid naar de omstandigheden in de markt uitgedrukt met behulp van SIGMA levert geen kenmerkende verschillen op in IRA.

Het voorgaande overziend kunnen we stellen dat de resultaten voor wat betreft de koers/winst-verhouding KW, het aantal *doelen*, de *underwriter* en de *introductiemethode* duidelijk in overeenstemming zijn met het model van Rock. In dit verband is ook belangrijk dat de bijbehorende categorisaties geen kenmerkende verschillen tonen aangaande de langetermijn performance en dus niet kunnen worden geïnterpreteerd als een manifestatie van een stelselmatig verkeerde inschatting door beleggers bijvoorbeeld vanwege overoptimisme. Ten aanzien van de introductiekoers P blijkt er wel verschil, maar is het verband

met ex-ante onzekerheid minder sterk onderbouwd. De afwijkende bevindingen voor de *bedrijfstak* financiële dienstverlening beschouwen we als incidenteel (let wel, het desbetreffende aantal bedraagt slechts 6). Voor wat betreft het ontbreken van een relatie tussen het IRA en een aantal van de door ons onderzochte attributen kan het volgende worden gesteld. Hoewel die resultaten geen ondersteuning bieden aan het model van Rock, kunnen ze natuurlijk niet worden geïnterpreteerd als bewijs ertegen. Een voor de hand liggende verklaring is dat deze variabelen niet voldoen als ex-ante onzekerheidsproxies. Overigens is daarmee niet uitgesloten dat aan onze analyse van de langetermijn performance op basis van deze variabelen wel indicaties kunnen worden ontleend voor een te hoge introductiekoers en een te hoge mate van underpricing bij bepaalde subgroepen.

Ten slotte onderzoeken we welke variabelen significant zijn in een multiple regressie met IRA als afhankelijke variabele, met als uitgangspunt de bovenvermelde resultaten van onze analyse ten aanzien van categorisaties. Uiteindelijk blijken de volgende vier variabelen verklaringskracht te bezitten: de koers/winst-verhouding KW, het aantal *doelen* minus 1, de dummy-variabele D_i die de waarde 1 aanneemt bij een claimintroductie en de dummy-variabele D_{FD} met de waarde 1 als de naar de beurs gaande onderneming behoort tot de sector van de financiële dienstverlening. Als uitkomst krijgen we de volgende met OLS geschatte vergelijking:

$$(1) \quad IRA_i = 0,865 + 0,023 KW_i + 5,432 (doelen_i - 1) - 10,494 D_{C,i} + 19,732 D_{FD,i} + e_i$$

$$(0,350) \quad (3,750) \quad (3,561) \quad (-3,161) \quad (3,800)$$

waarbij de coëfficiënten zijn uitgedrukt in procenten, i staat voor de betreffende aandelenintroductie en e_i voor het residu, en de t-waarden tussen haakjes zijn vermeld. Met een adjusted R^2 van 40,1% is de verklaringskracht van deze vergelijking groot te noemen. De coëfficiënt van de variabele KW is significant verschillend van nul en impliceert dat, ceteris paribus, het underpricing-niveau van aandelenintroducties met een KW van 1 punt meer 0,023% hoger is. De significant positieve coëfficiënt van de variabele *doelen*-1 duidt erop dat, ceteris paribus, het niveau

van underpricing in het geval van een extra doel 5,4% hoger is. Ook de coëfficiënt van D_1 is significant verschillend van nul. Aandelen geïntroduceerd door middel van de claimmethode hebben een substantieel lager underpricing-niveau dan die door middel van het tender-systeem, de vasteprijs- en bookbuilding-techniek; het verschil bedraagt 10,5%. De toevoeging van de dummy-variabele D_{claim} om te controleren voor het effect van de *bedrijfstak* financiële dienstverlening blijkt van belang, gegeven de significante coëfficiënt die wijst op een verschil van 19,7%. Ten slotte, de variabele P blijkt in een multiple regressie geen effect te sorteren, net zomin als een dummy-variabele gebaseerd op de betrokken *underwriter* (dat wil zeggen, ook niet in combinatie met dummy-variabelen gerelateerd met de methode van introductie). De implicatie is dat voorzover daarvan wel sprake was in onze partiële analyse op basis van categorisaties dit toegeschreven kan worden aan overlap met andere variabelen.

5.2 Lange(re)termijn underperformance

De rendementsperformance over de eerste maand na introductie blijkt gemeten in afwijking van de markt gelijk aan -1,9% en significant verschillend van nul (vergelijk tabel 1, pagina 126). Een opvallend resultaat in vergelijking met veel andere landen waar de rendementsontwikkeling gedurende de eerste maanden in de after-market een normaal verloop kent. Omdat verreweg de meeste fondsen een lichte terugval ondergaan ten opzichte van de markt en ook de variatie tussen de subgroepen van de categorisaties gering blijkt (logisch, want anders zou ARA_1 met een gemiddelde van -1,9% niet significant verschillend van nul zijn), is het nauwelijks voorstelbaar dat het beëindigen van koersondersteuning door de *underwriter* hieraan debet is. Een meer plausibele verklaring is die van enig overoptimisme bij introductie waarvoor binnen één maand een correctie optreedt.

De after-market rendementen over termijnen van één, drie en vijf jaar tonen gemiddeld genomen nauwelijks afwijkingen van die voor de markt (zie tabel 1, pagina 126). Dus, de anomalie betreffende aandelenintroducties van langetermijn underperformance geldt niet op de Amsterdamse Effectenbeurs. Wel kan worden vastgesteld dat

gedurende het vierde en vijfde jaar na introductie er sprake is van een aanzienlijke verslechtering, namelijk van +17,1% in vergelijking met de markt naar -17,9%. Ook zijn er vooral na vijf jaar grote verschillen waarneembaar tussen de subgroepen van onze categorisaties. Dit geeft aanleiding tot het nader bestuderen van de vijfjaars rendementsperformance (ARA_5) op een mogelijke relatie met attributen van de betreffende onderneming, het introductieproces en de omstandigheden van de markt zoals bekend voor introductie. De meest kenmerkende resultaten bespreken we nu kort.

De cijfers in tabel 1 (pagina 126) suggereren een positieve relatie tussen ARA_5 en *leeftijd*. De oudste ondernemingen tonen een veel betere performance op de lange termijn dan de jongste ondernemingen, die in vergelijking met de markt achterblijven. Er lijkt dus sprake te zijn van overoptimisme met name manifest bij nog jonge ondernemingen. In de loop der tijd volgt een aanpassing met als resultaat een slechte vijfjaars after-market performance. Voor wat betreft de langetermijn performance van aandelenintroducties bij indeling naar de hoogte van CFA wordt bij een hoge(re) winstgevendheid voor het moment van introductie een slechte(re) after-market rendementsperformance na vijf jaar gemeten. Dit wijst op een stelselmatig verkeerde inschatting van de waarde van aandelenintroducties door de markt die pas na verloop van jaren blijkt. Zowel een goede timing van de eerste beursgang door de onderneming als window dressing kunnen hiervan oorzaak zijn. Ten aanzien van de door ons onderzochte value indicators, waarvan hier alleen de resultaten zijn vermeld voor KW, blijken voor de hoogste categorie de rendementen in afwijking van die van de markt al na drie jaar maar nog sterker na vijf jaar beduidend negatief. De aandelenintroducties met de hoogste groeiverwachtingen worden kennelijk systematisch overschat. Oftewel, deze bij introductie, zeg maar, duur betaalde aandelen blijken uiteindelijk te duur. Indachtig Lakonishok, Shleifer en Vishny (1994) zou men dit de 'glamour'-aandelen onder de introducties kunnen noemen. De categorisatie op basis van SIGMA toont een negatief effect van de volatiliteit van de markt voor het moment van prijsbepaling op ARA_5 . Dit is in overeenstemming met de hypothese van divergence of opinion (Miller,

1977). Naarmate er minder consensus is in de markt (gemeten aan de hand van SIGMA) en dus ook met betrekking tot de waarde van een aandelenintroductie zullen onder invloed van de (marginale) optimistisch ingestelde beleggers de koersnoteringen hoger zijn. In de after-market zal met het vrijkomen van informatie in de loop van de tijd de onzekerheid verdwijnen. Het gevolg is een neerwaartse druk op het langetermijn rendement, die groter is bij een hogere waarde van SIGMA.

Onze multiple regressie-analyse moet uitsluitend geven over de significantie van de gesuggereerde effecten op de langetermijn rendementsperformance en over het bestaan van een eventuele overlap daartussen. Als verklarende variabelen voor $ARA_{60,i}$ worden uiteindelijk gebruikt: de *leeftijd*, CFA en SIGMA. Met OLS is het volgende resultaat verkregen:

$$(2) \quad ARA_{60,i} = 78,315 + 0,909 \text{ leeftijd}_i - (1,896) \quad (2,573) \\ 368,045 \text{ CFA}_i - 9122,823 \text{ SIGMA}_i + e_i \\ (-2,473) \quad (-3,592)$$

waarbij de coëfficiënten zijn uitgedrukt in procenten, i staat voor de betreffende aandelenintroductie en e_i voor het residu, en de t -waarden tussen haakjes zijn vermeld. De verklarende waarde van deze vergelijking is behoorlijk, wat blijkt uit een adjusted R^2 van 26,8%. De significant positieve coëfficiënt van de variabele *leeftijd* toont dat de vijfjaars rendementsperformance van een onderneming die bij introductie 1 jaar ouder is, ceteris paribus, 0,9% hoger is. De geschatte coëfficiënt van CFA is significant negatief en duidt erop dat ondernemingen bij elke 0,01 eenheid meer aan winstgevendheid gemeten aan de hand van CFA op moment van prijsbepaling, ceteris paribus, 3,7% slechter renderen over 5 jaar na introductie. De coëfficiënt van SIGMA is significant verschillend van nul en impliceert dat, ceteris paribus, in het geval van een 0,001 hogere volatiliteitswaarde SIGMA de after-market rendementsperformance over 5 jaar 9,1% slechter is.

6 Conclusie

De rendementsontwikkeling van aandelenintroducties op de Amsterdamse Effectenbeurs gedurende 1980-1996 vertoont enkele kenmer-

kende regelmatigheid voor zowel de (zeer) korte termijn als de lange(re) termijn. De meest bekende anomalie bij aandelenintroducties, te weten die van underpricing, blijkt ook in Nederland voor te komen. Aangepast voor marktbevingen bedraagt het initiële rendement tot het slot van de eerste dag gemiddeld 7,8%. Onderscheid naar de koers/winst-verhouding (bepaald op basis van de introductiekoers en de nettowinst over het afgelopen boekjaar), het aantal doelen van de aandelenintroductie (zoals die vermeld zijn in het introductiebericht of prospectus) en de methode van introductie (claim, tender, vaste prijs en bookbuilding) levert verschil op in het totstandgekomen niveau van underpricing, consistent met het model van Rock (1986). Deze attributen of variabelen, waarvan de waarde bekend is op het moment van prijsbepaling, blijken te kunnen worden geïnterpreteerd als signaal of proxy voor de ex-ante onzekerheid over de marktwaarde van een aandelenintroductie en bevatten dus voorspellende waarde. Voor aandelenintroducties van instellingen behorend tot de financiële dienstverlening dient gecontroleerd te worden, hetgeen tot op zekere hoogte opvallend genoemd kan worden. Overigens, als we ons beperken tot aandelenintroducties volgens de internationaal min of meer gebruikelijke vasteprijs- en bookbuilding-methode, dan resulteert een underpricing-niveau van 11,3%, hetgeen meer in lijn is met dat van andere landen.

In tegenstelling tot de meeste andere landen blijkt de rendementsperformance op de Amsterdamse Effectenbeurs in de after-market na één maand, hoewel slechts -1,9%, significant verschillend van nul. Een plausibele verklaring is die van enig overoptimisme bij introductie waarvoor binnen één maand een correctie optreedt. Van de anomalie betreffende langetermijn underperformance blijkt in Nederland geen sprake te zijn, althans niet zonder onderscheid naar attribuutwaarden. Aandelenintroducties met de hoogste waarden voor value indicators zoals de koers/winst-verhouding tonen al na drie jaar maar nog sterker na vijf jaar beduidend negatieve waarden. Kennelijk is er sprake van een systematische overschatting daar waar de groeiverwachtingen het hoogste zijn, oftewel, zijn de glamour-aandelen onder de introducties te duur betaald. Op de vijfjaars rendementsperformance blijkt de invloed van de leeftijd van de onderneming

positief te zijn, van de winstgevendheid (gemeten aan de hand van cash flow-to-assets betreffende het afgelopen boekjaar) negatief, en van de beweeglijkheid van de markt (bepaald door middel van de standaardafwijking van het markrendement gedurende de twee maanden voor het moment van prijsbepaling) negatief. Belangrijk in verband met de voorspellende waarde voor de daarmee samenhangende underperformance is dat beargumenteerd kan worden dat deze significante effecten gerelateerd zijn aan de verschijnselen van, respectievelijk, overoptimisme, window dressing of een goede timing van de eerste beursgang, en divergence of opinion.

In ons onderzoek zijn we uitgegaan van alleen informatie die bekend is voor of op het moment van prijsbepaling, dus voor de eerste handelsdag. Onze empirische analyse leidt tot de vaststelling dat systematische toepassing van de beleggingsstrategie die bestaat uit fors inschrijven op iedere introductie en alles verkopen op de eerste handelsdag buitengewoon attractief is geweest in het verleden en met grote waarschijnlijkheid ook zal zijn in de toekomst. Van belang hierbij is echter de vraag of men inderdaad aandelen toegewezen krijgt, en zo ja, of de betreffende fondsen zich op enigerlei wijze onderscheiden van andere aandelenintroducties. Bij de toewijzing door de underwriter wordt betekenis toegekend aan een 'bewezen' langetermijnvisie van de grote vaak institutionele beleggers, juist ter voorkoming van een directe verkoop op de eerste handelsdag. Tegenwoordig niet ongebruikelijk is een zogenaamde 'lock-up'-periode. Gedurende bijvoorbeeld een halfjaar is de betreffende belegger contractueel gehouden de toegewezen aandelen niet van de hand te zullen doen, zodat uitvoering van de eerder genoemde beleggingsstrategie niet mogelijk is. Kleine particuliere beleggers krijgen niet zo gemakkelijk (veel) aandelen toegewezen. En, mocht dat toch een enkele keer wel geschieden, dan kan men zich overeenkomstig de gedachten-gang van Rock afvragen of dat niet juist de aandelen zijn met een relatief hoge prijsstelling.

Stelselmatig pakketten aandelen opkopen op de eerste handelsdag genereert geen buitengewoon rendement. Na één maand is er zelfs sprake van een significant negatieve performance. Bij langer aanhouden wijkt het gerealiseerde rendement nauwelijks af van dat van de markt. De

implicatie hiervan is dat grote institutionele beleggers in het algemeen niet slecht af zijn als ze inschrijven op aandelenintroducties. Immers, tot aan het slot van de eerste dag is er sprake van een buitengewoon positief rendement van gemiddeld genomen 7,8%, terwijl de rendementsontwikkeling daarna vergelijkbaar is met die van de markt. Toch is enige voorzichtigheid geboden. Zo is het maar de vraag of er voldoende liquiditeit in de markt is om de aandelen na een wat langere periode van aanhouden gemakkelijk van de hand te kunnen doen. Ook mag men niet vergeten dat het gewicht van het positieve initiële rendement natuurlijk relatief kleiner wordt naarmate de periode van aanhouden langer is. Beschouwd over een lange periode mag het dan misschien zo zijn dat grote institutionele beleggers die hebben ingeschreven op aandelenintroducties niet slecht af zijn, daarmee is niet gezegd dat ze het beter doen dan de markt. Het rendement over vijf jaar, ook als dat inclusief de initiële periode is, blijkt gemiddeld genomen in lijn met de markt, met een behoorlijke variatie tussen de verschillende aandelenintroducties. Opvallend is dat die ten dele voorspelbaar is, notabene al voor de eerste dag van notering. Aandelen van ondernemingen die relatief jong zijn, zeer winstgevend en/of waarvan de introductie plaatsvindt na een periode gekenmerkt door een grote marktvolatiliteit, vertonen een substantiële langetermijn underperformance. Kennelijk zijn toch ook institutionele beleggers ontvankelijk voor gedragswetenschappelijke fenomenen met kostbare inschattingsfouten als gevolg.

LITERATUUR

- Aggarwal, R. en P. Rivoli, (1990), Fads in the initial public offering market?, *Financial Management* 19, 45-57.
- Beatty, R.P. en J.R. Ritter, (1986), Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings, *Journal of Financial Economics* 15, 213-232.
- Chalk, A.J. en J.W. Peavy, (1987), Initial public offerings: Daily returns, offering types and the price effect, *Financial Analysts Journal* 43, 65-69.
- Eijgenhuijsen, H.G., (1989), Aandelenintroducties op de Amsterdamse effectenbeurs en het verschijnsel 'underpricing', *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 63, 119-127.
- Huivers, F.E., (1994), The pricing of public and private sector IPOs: Theory and evidence, proefschrift, Eburon, Delft.

- Huibers, F.E., (1995), Aandelenintroducties op de Amsterdamse effectenbeurs, in: A.B. Dorsman, C.H. Veld en A.H.F. Verboven (red.), *De Nederlandse Vermogensmarkt*, Delwel, 's-Gravenhage, 56-66.
- Ibbotson, R.G., (1975), Price performance of common stock new issues, *Journal of Financial Economics* 2, 235-272.
- Ibbotson, R.G. en J.R. Ritter, (1995), Initial public offerings, in: R. Jarrow, V. Maksimovic en W.T. Ziemba (red.), *Finance, Handbooks in Operations Research and Management Science* 9, Elsevier Science, Amsterdam, 993-1016.
- Ibbotson, R.G., J.L. Sindelar en J.R. Ritter, (1994), The market's problems with the pricing of initial public offerings, *Journal of Applied Corporate Finance* 7, 66-74.
- Koh, F. en T. Walter, (1989), A direct test of Rock's model of the pricing of unseasoned issues, *Journal of Financial Economics* 23, 251-272.
- Lakonishok, J., A. Shleifer en R.W. Vishny, (1994), Contrarian investment, extrapolation, and risk, *Journal of Finance* 49, 1541-1578.
- Levis, M., (1993), The long-run performance of initial public offerings: The UK experience 1980-1988, *Financial Management* 22, 28-41.
- Loughran, T. en J.R. Ritter, (1995), The new issues puzzle, *Journal of Finance* 50, 23-51.
- Miller, E., (1977), Risk, uncertainty, and divergence of opinion, *Journal of Finance* 32, 1151-1168.
- Muscarella, C.J. en M.R. Vetsuypens, (1989), The underpricing of "second" initial public offerings, *Journal of Financial Research* 12, 183-192.
- Ritter, J.R., (1984), The 'hot issue' market of 1980, *Journal of Business* 57, 215-240.
- Ritter, J.R., (1987), The costs of going public, *Journal of Financial Economics* 19, 269-281.
- Rock, K.F., (1986), Why new issues are underpriced, *Journal of Financial Economics* 15, 187-212.
- Wasserfallen, W. en C. Wittleder, (1994), Pricing initial public offerings: Evidence from Germany, *European Economic Review* 38, 1505-1517.
- Wessels, R.E., (1989), The market for initial public offerings: An analysis of the Amsterdam Stock Exchange (1982-1987), in: R.M.C. Guimarães, B.G. Kingsman en S.J. Taylor, *A Reappraisal of the Efficiency of Financial Markets*, NATO ASI Series F54, Springer-Verlag, Berlijn, 323-348.