

Aandelenintroducties op de Amsterdamse effectenbeurs en het verschijnsel 'underpricing'

Prof. Dr. H. G. Eijgenhuijsen

1 Inleiding¹

Gedurende de periode tussen 1982 en het plaatsvinden van de beurskrach in oktober 1987 hebben enige tientallen ondernemingen door middel van een aandelenintroductie de weg naar de effectenbeurs gevonden. Een belangrijk probleem bij aandelenintroducties is het vaststellen van de introductieprijs. Er is immers geen marktwaardering beschikbaar die als richtlijn kan worden gehanteerd. Als regel laten ondernemingen zich hierbij adviseren door de bank of commissienair (investment bank) welke is aangezocht om de beursgang te verzorgen. Zodra de eerste beursnoteringen voor het geïntroduceerde aandeel tot stand zijn gebracht, wordt aan onderneming en bank duidelijk in hoeverre het gekozen niveau van de introductieprijs adequaat is geweest. Empirisch onderzoek op diverse aandelenmarkten in de wereld heeft aangetoond, dat de eerste beurskoersen van geïntroduceerde aandelen gemiddeld hoger liggen dan de introductieprijs, rekening houdend met markttendenties. Men spreekt alsdan van 'underpricing'. Doel van voorliggende bijdrage is verslag te doen van verricht onderzoek naar de mate van underpricing voor introducties op de Nederlandse aandelenmarkt gedurende de periode 1982-1987. Daarenboven is het aandelenkoersverloop van de geïntroduceerde ondernemingen op de wat langere termijn vergeleken met de tot stand gekomen eerste beurskoersen,

teneinde inzicht te verkrijgen in de mate van efficiëntie van de betrokken prijsvorming.

De opbouw van dit artikel is als volgt. Allereerst wordt in paragraaf 2 een summiere beschouwing gewijd aan de verklaring van het verschijnsel underpricing. Vervolgens vindt in paragraaf 3 een korte beschrijving plaats van het terrein van onderzoek en de gevolgde onderzoeksmethode. In de daarop volgende twee paragrafen wordt verslag gedaan van de onderzoekresultaten. De bijdrage wordt afgesloten met een samenvatting van de belangrijkste conclusies.

2 Waarom underpricing?

In de literatuur worden argumenten genoemd, waarmee wordt getracht het verschijnsel underpricing bij aandelenintroducties ter beurse te verklaren. Daarbij wordt uitgegaan van de methode van de vaste inschrijfprijs. Een interessante beschouwing over het betrokken onderwerp is te vinden bij Beatty & Ritter (1986) en Rock (1986). Zij baseren hun analyse op het empirische verschijnsel dat, hoewel bij veel aandelenintroducties underpricing wordt geconstateerd, evenzeer introducties plaatsvinden waarbij sprake blijkt te zijn van overpricing. Het gevolg hiervan is, dat *gemiddeld* weliswaar sprake is van underpricing, maar dat potentiële inschrijvers in onzekerheid

Prof. Dr. H. G. Eijgenhuijsen is hoogleraar Financiering aan de Vrije Universiteit te Amsterdam en verzorgt publikaties op het terrein van financiering en beleggingsleer.

verkeren of de beurskoers direct na een introductie zich onder of boven de introductieprijs zal bewegen. In dit verband spreken de auteurs van een ex-ante onzekerheid en zij stellen: hoe groter deze ex-ante onzekerheid, des te groter de verwachte underpricing. Wordt inschrijving op aandelenintroducties door niet-geïnformeerde beleggers van belang geacht, dan dient gemiddeld sprake te zijn van underpricing. In tegenstelling tot de categorie geïnformeerde beleggers schrijft dit type beleggers in op aandelenintroducties, zonder zich door middel van informatiekosten omtrent de kwaliteit daarvan een beeld te vormen. Niet-geïnformeerde beleggers zullen als gevolg daarvan een grote kans lopen op het toegewezen krijgen van een groter (geringer) deel van de aandelen uit introducties met over (under)pricing dan de categorie geïnformeerde beleggers. Teneinde hen voor deze 'bias' in de toewijzing adequaat te compenseren, moeten aandelenintroducties gemiddeld een voldoende mate van underpricing vertonen.

De investment bankers die de ondernemingen bij hun introductie ter beurse adviseren, hebben er vanwege hun reputatie alle belang bij dat aandelenintroducties op een verantwoord niveau worden geprijsd. Immers, is bij een gegeven ex-ante onzekerheid de gemiddelde underpricing van door een investment banker verzorgde introducties te laag, dan zullen beleggers hun relatie met deze bank beëindigen. Bij een te hoge gemiddelde underpricing daarentegen zullen potentieel te introduceren ondernemingen zich wenden tot een andere bank. Beatty & Ritter (1986, blz. 217) stellen dan ook:

'Underwriters whose offerings have average initial returns that are not commensurate with their exante uncertainty lose subsequent market share'.

In de visie van deze auteurs is voor de betrokken categorie financiële intermediairs het in stand houden van een underpricing-evenwicht van vitaal belang.

3 Het terrein van onderzoek en de onderzoeksmethode

De periode waarop het onderzoek betrekking heeft, strekt zich uit van 28 januari 1982 (de oprichting van de parallelmarkt) t/m 30 september 1987. Het onderzoek betreft de beursintroductie gedurende deze periode op zowel de officiële markt als de parallelmarkt (het officiële gedeelte). Beleggingsfondsen zijn uitgesloten. In totaal konden 53 geschikte fondsen in het onderzoek worden betrokken.

Met behulp van de nu volgende formule is de mate van underpricing van de geïntroduceerde aandelen geschat:

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

De gebruikte symbolen hebben de volgende betekenis:

UP_j = underpricing van het geïntroduceerde aandeel j , als percentage van de introductieprijs;

$P_{m,j}$ = gemiddelde van de eerste vijf slotkoersen ter beurse die voor het geïntroduceerde 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 te introduceren aandeel j ;

$I_{m,j}$ = gemiddelde waarde van beursindex op de eerste vijf dagen van verhandeling van het geïntroduceerde aandeel j .

Een korte uiteenzetting omtrent de nauwkeurige definiëring van de variabelen introductieprijs en beursindexwaarde uit deze formule is op zijn plaats.

De *introductieprijs* bij toepassing van de techniek van de vaste inschrijfprijs is de aangegeven prijs in de officiële prijscourant. De introductieprijs bij de tendermethode is die prijs waar, van de hoogste inschrijfkoers af gerekend, de introductie voor 100% is ingeschreven. De introductieprijs bij

gebruik van claims of inschrijfrechten is de (bodem)prijs van het aandeel als aangegeven in de officiële prijscourant plus het gewogen gemiddelde van de claimkoersen, zoals deze tot stand zijn gekomen gedurende de dagen van de claimhandel.

Voor het berekenen van de mate van underpricing stond ons een aantal *beursindices* ter beschikking. De ANP/CBS-index algemeen lokaal bleek het beste te voldoen. Bij de introducties met vaste inschrijfprijs is voor I_i de beursindexwaarde op de laatste beursdag vóór de verschijningsdatum van het prospectus gehanteerd. Bij introducties met tender is voor I_i de waarde van de beursindex op de laatste dag van de inschrijving genomen. De argumentatie hiervoor is, dat beleggers tot die dag de mogelijkheid hebben om hun inschrijving te wijzigen of ongedaan te maken en zodoende kunnen reageren op ontwikkelingen van de markt. De variabele I_i is bij introducties met inschrijfrecht gedefinieerd als het gemiddelde van de waarden van de beursindex die tot stand kwamen gedurende de dagen van de betrokken claimhandel.

4 Onderzoekresultaten met betrekking tot de underpricing

Achtereenvolgens zal het verschijnsel underpricing in verband worden gebracht met de introductiemethode (4.1), de introductieomvang en de soort markt (4.2) alsmede de leadmanager (4.3).

4.1 Underpricing in relatie tot de introductiemethode

De resultaten van het onderzoek naar underpricing in relatie tot de introductiemethode worden weergegeven in tabel 1. Uit de aldaar gepresenteerde gegevens blijkt, dat de hoogste gemiddelde underpricing plaatsvindt bij de techniek van de vaste inschrijfprijs, gevolgd door de tender, terwijl bij de methode van de claim- of inschrijfrechten zelfs sprake is van gemiddelde overpricing! Bij tender- en claimintroducties vormt het underpricingpercentage nauwelijks een afspiegeling van het verschil in waardering van het geïntroduceerde aandeel door enerzijds de onderneming en de leadmanager en anderzijds de markt,

Tabel 1: Gemiddeld percentage underpricing in relatie tot introductiemethode

	introductiemethode			
	vaste inschrijfprijs	tender	claim	totaal
gem. % UP	16,3	4,0	- 1,1	7,9
mediaan	9,5	3,6	- 0,7	2,1
spread (σ)	20,9	4,2	4,2	16,8
aantal introducties met overpricing	5	1	12	18
totaal aantal introducties	25	8	20	53

omdat de introductieprijs gedeeltelijk door de beleggers zelf bepaald wordt.

Uit het niveau van de mediaan ten opzichte van het gemiddeld % UP kan worden afgeleid, dat bij de introducties met vaste inschrijfprijs sprake is van een aantal extreme waarden.

Om te beoordelen of er significante verschillen bestaan tussen de berekende gemiddelden, is de toets van Kruskal-Wallis toegepast. De uitkomst van de toetstoepassing is, dat bij een gehanteerde α van 0,05 de nulhypothese dat de geschatte percentages van de gemiddelde underpricing aan elkaar gelijk zijn, verworpen moet worden.

In aansluiting op de zojuist getoonde onderzoekresultaten met betrekking tot underpricing voor de Nederlandse aandelenmarkt, is het interessant een vergelijking te treffen met de uitkomsten van soortgelijke studies welke zich richten op andere landen. In tabel 2 wordt hiertoe vanuit een internationale optiek een vergelijkend overzicht gepresenteerd. Vanwege het gangbare gebruik van de techniek van de vaste inschrijfprijs in andere landen, hebben de in de tabel vermelde gegevens voor Nederland evenzeer alleen betrekking op introducties van dit type.

Tabel 2: Aandelenintroducties en underpricing: een internationale vergelijking

markt	aantal introducties	periode	gem. % UP
Maleisië (Dawson, 1987)	21	1978-1983	166,6
Japan (Dawson, 1987)	106	1979-1984	51,9
Singapore (Dawson, 1987)	39	1978-1983	39,4
Verenigde Staten (Ritter, 1984)	1028	1977-1982	26,5
Verenigde Staten (Chalk & Peavy, 1987)	649	1975-1982	21,7
Duitsland (Schmidt e.a., 1988)	32	1984-1985	20,6
Duitsland (Dawson & Reiner, 1988)	31	1977-1985	18,5
Nederland	25	1982-1987	16,3
Hong Kong (Dawson, 1987)	21	1978-1983	13,8
Canada (Jog & Riding, 1987)	51	1976-1983	10,5
Engeland (Buckland e.a., 1981)	297	1965-1975	9,7

De cijfers in de tabel tonen duidelijk aan, dat internationaal gezien aanzienlijke verschillen bestaan in de gemiddelde underpricing voor aandelenintroducties. Vanuit het gezichtspunt van een accurate vaststelling van de introductieprijs steekt de gemiddelde underpricing voor Nederlandse aandelenintroducties zeer gunstig af bij die voor introducties in landen uit het Verre Oosten (met uitzondering van Hong Kong). In dit opzicht scoren de Nederlandse introducties in het algemeen ook gunstig ten opzichte van die in de Verenigde Staten. Onder verwijzing naar Beatty & Ritter (1986) is hierbij wel van de veronderstelling uitgegaan, dat de ex-ante onzekerheid van beleggers omtrent de werkelijke waarde van in Nederland geïntroduceerde aandelen niet aanzienlijk geringer is dan die bij aandelenintroducties in de andere genoemde landen.

4.2 Underpricing in relatie tot de introductie-omvang en de soort markt

De voor de onderhavige studie relevante introductie-omvang is het aantal aandelen dat op de beurs bij introductie is aangeboden. De omvang van de introductie is derhalve gecorrigeerd met de voorplaatsingen. De resultaten van het onder-

zoek naar de relatie tussen de omvang van de introductie en het gemiddelde percentage underpricing worden weergegeven in tabel 3.

Teneinde een uitspraak omtrent een mogelijk verband tussen introductie-omvang en underpricing te kunnen doen, is – uitgaande van de 53 introducties – de rangcorrelatiecoëfficiënt van Kendall berekend. De waarde van de coëfficiënt is $-0,18$. Uit dit resultaat blijkt, dat volgens een rangordeverband sprake is van een zeer kleine negatieve correlatie. Dit houdt hierin, dat bij kleine introductiegrootten een groter gemiddeld underpricing-percentage is waargenomen. Hierbij is het wel van belang op te merken, dat in tegenstelling tot de introducties met tender- en claimconstructie – welke tamelijk evenwichtig over de onderscheiden grootte-klassen zijn verdeeld – ongeveer de helft van de introducties met vaste inschrijfprijs is geconcentreerd in de kleinste introductie-omvang klasse.

Tabel 3: Introductie-omvang en underpricing

	introductie-omvang in fl. mln.	gem. % UP	introductiemethode en aantal waarnemingen per klasse			totaal
			vaste inschrijfprijs	tender	claim	
Klasse I	0-10	17,8	12	2	4	18
Klasse II	10-20	2,6	4	2	7	13
Klasse III	20-40	1,5	3	3	4	10
Klasse IV	>40	6,6	6	1	5	12
Totaal			25	8	20	53
			vaste inschrijfprijs	tender	claim	
Gem. introductie-omvang per introductiemethode in fl. mln.			31,8	24,1	36,1	
Spreiding (σ)			42,5	18,8	41,4	

De introducties vonden plaats op twee markten, namelijk de officiële markt en de parallelmarkt. In de nu volgende twee tabellen worden de uitkomsten getoond van de gemiddelde underpricing op beide markten. Tabel 4 heeft betrekking op alle 53 introducties en in tabel 4a zijn uitsluitend de introducties met vaste inschrijfprijs opgenomen.

Bezien wij de inhoud van de betrokken tabellen, dan springen twee uitkomsten duidelijk in het

Tabel 4: *Underpricing in relatie tot de soort markt: alle introducties*

	officiële markt	parallelmarkt	Totaal
gem. % UP	3,3	10,3	7,9
spreiding (σ)	8,7	19,3	16,8
aantal	18	35	53
gem. introductie-omvang in fl. mln.	70,3	12,7	32,2

oog. Allereerst betreft dit de gemiddelde introductie-omvang, welke voor introducties op de parallelmarkt aanzienlijk geringer is dan voor die op de officiële markt. Gelet op het karakter van de parallelmarkt als 'kweekvijver' voor de officiële markt, is dit resultaat conform de verwachting. Verder blijkt met name voor introducties met vaste inschrijfprijs, dat het gemiddelde % UP op de parallelmarkt aanmerkelijk hoger is dan dat op de officiële markt. Met behulp van de toets van Kruskal-Wallis is nagegaan of voor dit type introducties sprake is van een significant verschil tussen de geschatte gemiddelde percentages UP op beide markten. De toetsresultaten wijzen uit, dat de nulhypothese dat de betrokken gemiddelden

Tabel 4a: *Underpricing in relatie tot de soort markt: introducties met vaste inschrijfprijs*

	officiële markt	parallelmarkt	Totaal
gem. % UP	5,8	23,3	16,3
spreiding (σ)	10,2	23,2	20,9
aantal	10	15	25
gem. introductie-omvang in fl. mln.	65,9	9,0	31,8

aan elkaar gelijk zijn, moet worden verworpen, als getoetst wordt met $\alpha = 0,10$.

Ook in verscheidene buitenlandse studies is empirisch onderzoek verricht naar de aanwezigheid van een mogelijk negatief verband tussen de mate van underpricing en de introductie-omvang. Deze relatie wordt dikwijls verondersteld, vanwege onder meer het hogere risico dat aan kleine ondernemingen wordt toegeschreven en de vermeende geringere liquiditeit van het aandeel ter beurse. De betrokken onderzoekresultaten verschaffen evenwel onvoldoende duidelijkheid in dezen. Zo troffen Davis & Yeomans (1976) en Allen & Davidson (1987) geen significante relatie aan ter zake.

Het onderzoek van Logue (1973) alsmede dat van Bear & Curley (1975) bevat daarentegen wel aanwijzingen voor het bestaan van een negatieve samenhang tussen de mate van underpricing en de introductie-omvang.

4.3 *Underpricing in relatie tot de leadmanager*

Bij het onderzoek naar de relatie tussen de leadmanager en de mate van underpricing is verondersteld, dat per introductie sprake is van slechts één leadmanager. De leadmanager of syndicaatsleider is de bank die bij de introductie-aankondiging in de officiële prijscourant als eerste genoemd wordt. In totaal zijn voor de in het onderzoek betrokken introducties negen leadmanagers waargenomen, waarvan enkelen slechts éénmaal optraden. De uitkomsten van de hier onderzochte relatie staan vermeld in tabel 5.

De inhoud van de tabel geeft aanleiding tot enige interessante constatering. Ten eerste valt op, dat de Amro Bank en Amrodochter Pierson, Helderling & Pierson gedurende de onderzoeksperiode bijna de helft van het aantal introducties voor hun rekening hebben genomen en dat Kempen & Co zich met acht introducties binnen het zgn. 'klaverblad' heeft genesteld.² Verder blijkt dat de ABN in de beschouwde onderzoeksperiode geen introducties met vaste inschrijfprijs begeleid heeft, doch vrijwel uitsluitend introducties met inschrijfrechten verzorgde. Door de Amro Bank werden geen tenderintroducties begeleid; deze bank trad

Tabel 5: Underpricing in relatie tot de leadmanager

leadmanager	introductiemethode						totaal aantal intro- ducties
	vaste inschrijfprijs		tender		claim		
	gem.% UP	(aantal)	gem.% UP	(aantal)	gem.% UP	(aantal)	
Amro Bank	4,7	(10)	–	(–)	–2,4	(4)	14
Pierson, Heldring & Pierson	18,0	(7)	0,7	(1)	–1,9	(3)	11
Kempen & Co	28,2	(6)	–3,2	(1)	1,5	(1)	8
ABN	–	(–)	3,6	(1)	–1,6	(6)	7
Bank Mees & Hope	33,2	(2)	7,8	(2)	2,5	(2)	6
NMB	–	(–)	5,0	(3)	–	(–)	3
NCB	–	(–)	–	(–)	–1,9	(2)	2
Rabobank	–	(–)	–	(–)	3,9	(1)	1
NIB	–	(–)	–	(–)	–3,2	(1)	1
	16,3	(25)	4,0	(8)	–1,1	(20)	53

als leadmanager voornamelijk op bij introducties met vaste inschrijfprijs. Blijkbaar bestaan bij de hier genoemde leadmanagers uiteenlopende opvattingen over de vraag, welke introductiemethode gehanteerd dient te worden.

Ook opvallend is het sterk uiteenlopende niveau van de gemiddelde underpricing bij de leadmanagers die de introducties met vaste inschrijfprijs verzorgden: een zeer laag percentage bij de Amro Bank (4,7%), een gemiddelde score bij Pierson, Heldring & Pierson (18,0%) en een relatief hoge gemiddelde underpricing bij Kempen & Co alsmede Bank Mees & Hope (resp. 28,2% en 33,2%).

Gedurende de afgelopen jaren is in een aantal studies het underpricing-gedrag van leadmanagers empirisch onderzocht. Vrijwel unaniem komen de betrokken onderzoekers tot de conclusie, dat bij de zgn. 'prestigious bankers' sprake is van een significant lagere underpricing dan bij de groep 'non-prestigious bankers'. Vgl. McDonald & Fisher (1970), Logue (1973), Neuberger & La Chapelle (1983) en Johnson & Miller (1988). Laatstgenoemde auteurs menen, dat het aanzien van de banken als zodanig in dezen geen verklarende kracht bezit. In dit verband wordt verwezen naar de eerder in paragraaf 2 vermelde stelling van Beatty & Ritter (1986): hoe groter de ex-ante

onzekerheid met betrekking tot de waarde van de te introduceren aandelen, des te groter de verwachte underpricing. Uitgaande van enige benaderingen voor de ex-ante onzekerheid wijzen de empirische resultaten van Johnson & Miller uit, dat de lagere underpricing bij de categorie prestigieuze banken veroorzaakt wordt door een geringere mate van risico welke de door deze banken overgenomen aandelenintroducties kenmerken. De negatieve relatie tussen het prestige-niveau van banken en de mate van underpricing verdween, wanneer de underpricing-resultaten werden gecorrigeerd voor risico. Deze onderzoeksresultaten ondersteunen het 'mean-variance' efficiënte karakter van de markt voor aandelenintroducties in de VS. Nader onderzoek zal moeten uitwijzen of deze conclusie ook geldt voor de Nederlandse markt voor aandelenintroducties.

5 Onderzoekresultaten met betrekking tot de prijsvorming van geïntroduceerde fondsen in de 'aftermarket'

Het onderzoek naar het optreden van underpricing bij introducties op de Nederlandse aandelenmarkt is uitgebreid met een analyse van het aandelenkoersverloop van de geïntroduceerde ondernemingen op de wat langere termijn in ver-

gelijking met de tot stand gekomen eerste beurskoersen. Daarbij is gebruik gemaakt van de volgende vergelijking:

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

De symbolen hebben de volgende betekenis:

$ER_{n,j}$ = procentuele 'excess return' van het geïntroduceerde aandeel j voor periode n ;

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

$P_{1,j}$ = eerste slotkoers ter beurse voor het geïntroduceerde aandeel j ;

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

$I_{n,j}$ = beursindexwaarde op tijdstip n met betrekking tot het geïntroduceerde aandeel j .

De grootte n loopt van 2 t/m 4, waarbij geldt:

$n = 2$ is één week na introductie;

$n = 3$ is één maand na introductie;

$n = 4$ is één kwartaal na introductie.

Bij het toepassen van bovenstaande formule is van de veronderstelling uitgegaan, dat alle geïntroduceerde aandelen even gevoelig zijn voor marktbewegingen. Deze benadering lijkt verantwoord, want er is, zo constateren Buckland, Herbert & Yeomans (1981, blz. 82): '...no evidence ...that the β s attached to new equities are significantly different from unity'.

Met de uitkomsten van de analyse is getracht een inzicht te verkrijgen in het al of niet efficiënte karakter van de prijsvorming op de (secundaire) markt voor de ter beurse geïntroduceerde fondsen. Zijn er sterke aanwijzingen dat de markt voor de geïntroduceerde fondsen in het algemeen efficiënt is, dan mag daaruit worden afgeleid dat de bij introductie beschikbare koersrelevante informatie als regel snel in de eerste beurskoersen is verwerkt.

In het kader van het empirische onderzoek is verondersteld, dat geen additionele koersrelevante ondernemingsinformatie ter beschikking is geko-

men tussen het moment van introductie en drie maanden later.

Wij vermelden nog een tweede overweging om het koersgedrag van de nieuwe fondsen gedurende de periode na introductie in ogenschouw te nemen. Deze overweging hangt samen met de volgens Merrett, Howe & Newbould (1967) in brede kring heersende kritiek op de tenderteknik in vergelijking met de introductiemethode van de vaste inschrijfprijs. Critici van de tendermethode wijzen erop, dat voor aandelen geïntroduceerd met behulp van deze techniek een aanzienlijk risico bestaat op een significant dalende koersontwikkeling in de 'aftermarket'.

Tabel 6 verschaft informatie over de gemiddelde 'excess return' van de geïntroduceerde fondsen voor de in het onderzoek beschouwde tijdsperiodes. Daarbij heeft een uitsplitsing van de gemiddelde 'excess return' plaatsgevonden naar de introducties met vaste inschrijfprijs, tender en claimconstructie.

Uit de gepresenteerde cijfers blijkt, dat voor alle introducties tezamen de beurskoers – na correcties voor marktbewegingen – gemiddeld daalde in de beschouwde tijdsperiodes. Slechts de introducties met tender scoorden – voor $n=3$ en $n=4$ –

Tabel 6: Gemiddelde 'excess return' voor aandelenintroducties ter beurse van Amsterdam, 1982-1987

	1 week na intro- ductie ($n=2$)	1 maand na intro- ductie ($n=3$)	1 kwartaal na intro- ductie ($n=4$)
<i>Alle introducties (53)</i>			
gem. % ER	-0,9	-2,3	- 2,1
spreiding (σ)	7,3	9,0	12,5
<i>Introducties met vaste inschrijfprijs (25)</i>			
gem. % ER	-0,8	-3,2	- 5,0
spreiding (σ)	9,8	9,8	11,8
<i>Introducties met tender (8)</i>			
gem. % ER	-0,4	0,8	3,3
spreiding (σ)	3,7	10,6	7,3
<i>Introducties met claim (20)</i>			
gem. % ER	-1,1	-2,4	- 0,6
spreiding (σ)	3,9	6,7	14,1

een positieve gemiddelde 'excess return'. Om na te gaan of voor elk van de onderzochte tijdsperiodes significante verschillen bestaan tussen de gemiddelde 'excess returns' voor introducties met vaste inschrijfprijs, tender en claimconstructie, is de toets van Kruskal-Wallis toegepast. Het resultaat van deze toets is, dat voor elk van de tijdsperiodes de nulhypothese dat de betrokken gemiddelden aan elkaar gelijk zijn niet kan worden verworpen met een onbetrouwbaarheidsniveau van $\alpha = 0,05$. In het licht van het bovenstaande is voor de opvatting als zou de introductieprijs bij tenders in het algemeen in significante mate neerwaarts worden bijgesteld in de 'aftermarket', in het onderhavige onderzoek allerm minst empirische ondersteuning te vinden.

Ook is de t-toets toegepast, teneinde te beoordelen of de gevonden resultaten overeenstemmen met de uitkomsten welke in een efficiënte markt mogen worden verwacht. De resultaten van deze toets wijzen uit, dat met uitzondering van de gemiddelde ER-uitkomst bij de introductiemethode met vaste inschrijfprijs voor $n = 4$ (-5,0%), geen van de gemiddelde 'excess returns' voor alle waarden van n significant verschillend zijn van nul ($\alpha = 0,05$). Behoudens deze ene uitzondering, waarvoor geen verklaring kan worden gegeven, zijn de resultaten derhalve consistent met 'aftermarket'-efficiëntie. Dit impliceert dat ter beurse gedurende de periode direct volgend op het moment van introductie in het algemeen geen significante wijziging is aangebracht in de waardering van de geïntroduceerde aandelen.

De getoonde resultaten van het onderzoek naar de koersontwikkeling in de tijd van ter beurse van Amsterdam geïntroduceerde aandelen stemmen in het algemeen overeen met die van soortgelijk empirisch onderzoek in andere landen. Vgl. Dawson (1987).

6 Samenvatting en conclusies

In deze studie is de mate van underpricing onderzocht voor aandelenintroducties op de Amsterdamse effectenbeurs gedurende de periode 1982-1987. Daarbij is achtereenvolgens een relatie gelegd met de introductiemethode, de omvang van de introductie, het type markt waar

de introductie plaatsvond en de leadmanager die de introductie verzorgde. Het onderzoek is uitgebreid met een analyse van het aandelenkoersverloop van de geïntroduceerde ondernemingen op de langere termijn, teneinde inzicht te verkrijgen in de mate van efficiëntie van de betrokken prijsvorming.

Voor de drie in Nederland gehanteerde introductiemethoden (vaste inschrijfprijs, tender en inschrijfrechten) blijken de geschatte percentages van de gemiddelde underpricing significant van elkaar te verschillen. Vanuit een internationale optiek beschouwd, is de gemiddelde underpricing van 16,3% voor introducties met een vaste inschrijfprijs in Nederland betrekkelijk laag. Voor introducties met een vaste inschrijfprijs is verder een significant verschil geconstateerd tussen het gemiddelde percentage underpricing op de officiële markt en de parallelmarkt. Bij het onderzoek naar de relatie tussen de leadmanager en de mate van underpricing is een sterk uiteenlopend niveau van de gemiddelde underpricing aangetroffen bij de banken die introducties met vaste inschrijfprijs verzorgden.

Wat de prijsvorming van de geïntroduceerde fondsen in de 'aftermarket' betreft, zijn de onderzoekresultaten – op een enkele uitzondering na – in overeenstemming met de uitkomsten welke in een efficiënte markt mogen worden verwacht. Dit resultaat stemt overeen met dat van soortgelijk empirisch onderzoek in andere landen. Voor de opvatting als zou de introductieprijs bij tenders in het algemeen in significante mate neerwaarts worden bijgesteld in de 'aftermarket', is in het onderhavige onderzoek geen empirische ondersteuning gevonden.

Literatuur

- Allen, D. E. en P. S. Davidson (1987), Market discounts on USM new issues, preliminary findings with respect to the influences of market volatility, method of issue, and sponsorship, *The Investment Analyst*, vol. 84, april, pp. 5-16.
- Bear, R. M. en A. J. Curley (1975), Unseasoned equity financing, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 10, juni, pp. 311-325.
- Beatty, R. P. en J. R. Ritter (1986), Investment banking, reputation and the underpricing of initial public offerings, *Journal of Financial Economics*, vol. 15, maart, pp. 213-232.

- Buckland, R., P. J. Herbert en K. A. Yeomans (1981), Price discount on new equity issues in the UK and their relationship to investor subscription in the period 1965-75, *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 8, nr. 1, pp. 79-95.
- Chalk, A. J. en J. W. Peavy (1987), Initial public offerings: daily returns, offering types and the price effect, *Financial Analysts Journal*, september-oktober, pp. 65-69.
- Davis, E. W. en K. A. Yeomans (1976), Market discount on new issues of equity: the influence of firm size, method of issue and market volatility, *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 3, nr. 4, pp. 27-42.
- Dawson, S. M. (1987), Secondary stock market performance of initial public offers, Hong Kong, Singapore and Malaysia: 1978-1984, *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 14, nr. 1, pp. 65-76.
- Dawson, S. M. en N. Reiner (1988), Raising capital with initial public share issues in Germany 1977-1985, *Management International Review*, vol. 28, nr. 1, pp. 64-72.
- Jog, V. M. en A. L. Riding (1987), Underpricing in Canadian IPOs, *Financial Analysts Journal*, november-december, pp. 48-55.
- Johnson, J. M. en R. E. Miller (1988), Investment banker prestige and the underpricing of initial public offerings, *Financial Management*, vol. 17, summer, pp. 19-29.
- Logue, D. E. (1973), On the pricing of unseasoned equity issues: 1965-1969, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 8, januari, pp. 91-103.
- McDonald, J. G. en A. K. Fisher (1972), New-issue stock price behavior, *The Journal of Finance*, vol. 27, maart, pp. 97-102.
- Merrett, A. J., M. Howe en G. D. Newbould (1967), *Equity issues and the London capital market*, Macmillan, Londen.
- Neuberger, B. M. en C. A. La Chapelle (1983), Unseasoned new issue price performance on three tiers: 1975-1980, *Financial Management*, vol. 12, autumn, pp. 23-28.
- Ritter, J. R. (1984), The 'hot issue' market of 1980, *Journal of Business*, vol. 57, nr. 2, pp. 215-239.
- Rock, K. (1986), Why new issues are underpriced, *Journal of Financial Economics*, vol. 15, maart, pp. 187-212.
- Schmidt, R. H. e.a. (1988), Underpricing bei deutschen Erstemissionen 1984/85, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 58 Jg. H. 11, pp. 1193-1203.

Noten

1 Een uitgebreide versie van dit artikel zal worden opgenomen in de binnenkort door Stenfert Kroese uit te geven bundel 'Het financieel systeem in ontwikkeling' onder redactie van A. B. Dorsman, H. G. Eijgenhuijsen, J. Koelewijn en H. Visser. De auteur is de heren Drs. Q. Mulder en A. C. Dibbets dank verschuldigd voor hun medewerking bij het verzamelen en bewerken van het empirisch materiaal.

2 Het 'klaverblad' omvat de Amro Bank met dochter Pierson, Heldring & Pierson alsmede de ABN met dochter Bank Mees & Hope.

Strategische typen in het midden- en kleinbedrijf

Drs. E. Piëst en Dr. P. S. Zwart

1 Inleiding

Onderzoek dat zich richt op prestaties van ondernemingen kan zich de laatste jaren in een warme belangstelling verheugen. Verwonderlijk is dat niet. De turbulentie van de jaren tachtig heeft onder meer als consequentie dat ondernemers niet of nauwelijks kunnen varen op hun ervaring. Routine en intuïtie bieden onvoldoende waarborg om de toekomst met vertrouwen tegemoet te kunnen zien. Het is dan ook geen wonder dat succesverhalen van managers gretig aftrek vinden bij een groot publiek. Dergelijke bloemlezingen vormen vaak een bron van inspiratie voor anderen. Echter, vaak wordt duidelijk dat de oorzaken van het bereikte succes ook voor de betrokken managers niet altijd duidelijk zijn en dat de nieuw ingeslagen wegen achteraf vaak als toevalstreffers moeten worden aangemerkt. Er is behoefte aan onderzoek waarin op systematische wijze wordt getracht te achterhalen waarin succesvolle ondernemingen zich onderscheiden van minder succesvolle ondernemingen. Voorliggend artikel stelt enkele relaties tussen ondernemingsprestaties en de door ondernemingen gevoerde strategieën centraal.¹ De aandacht gaat hierbij uit naar

Drs. E. Piëst is verbonden aan de Faculteit Bedrijfskunde van de Rijksuniversiteit Groningen met als vakgebied Strategisch Management.

Dr. P. S. Zwart is verbonden aan de Economische Faculteit, sectie Marktkunde en Marktonderzoek. Auteur van het boek 'Methoden van Marktonderzoek'.