

Overspannen Verwachtingen in de Nederlandse IPO markt

Inleiding

Uit diverse nationale en internationale onderzoeken blijkt dat beursintroducties aanvankelijk beter renderen dan het marktgemiddelde, maar dat hun beurskoers op de lange termijn achterblijft. In dit artikel wordt onderzocht of dit koerspatroon verklaard kan worden door overoptimistische verwachtingen bij beleggers ten tijde van de beursgang. Dit overoptimisme zou gevoed worden door beursintroducties te laten plaatsvinden in perioden van buitengewoon goede resultaten, die beleggers ten onrechte naar de toekomst extrapoleren. Wanneer de behaalde operationele resultaten vervolgens tegenvallen zal een neerwaartse koerscorrectie volgen. Deze verklaring zou in lijn zijn met de overreactie-theorie van De Bondt en Thaler (1985, 1987) die stelt dat beleggers bij de waardebeoordeling teveel waarde hechten aan recente bedrijfsinformatie en voorbijgaan aan de lange

termijn trends. Buitenlands onderzoek naar de operationele ontwikkeling bij IPO's door o.a. Jain en Kini (1994) in de Verenigde Staten toont een verslechtering van operationele winstmaatstaven in de periode na introductie aan. Voor de Nederlandse markt is dit het eerste onderzoek dat de op de lange termijn achterblijvende beursrendementen van IPO's in verband brengt met de operationele ontwikkelingen. Dit onderzoek onderscheidt zich van buitenlandse onderzoeken door de onderzoeksperiode niet één maar drie jaar vóór introductie aan te laten vangen. Hierdoor kan vastgesteld worden dat beursintroducties plaatsvinden in perioden van buitengewoon goede operationele resultaten. Beleggers dienen de bedrijfseconomische ontwikkelingen voorafgaand aan de beursgang kritisch te beoordelen en de waardebeoordeling te baseren op realistische toekomstverwachtingen.

Ellen Eijking (l)
Dresdner VPV

Rob Radelaar (r)
ING Investment
Management



Onderzoeksvraag en opzet

Het doel van het onderzoek is tweeledig. In de eerste plaats willen we vaststellen of bedrijven de beursgang laten plaatsvinden in een periode van buitengewoon goede operationele ontwikkelingen. Daarna willen we vaststellen of beleggers overreageren op de bedrijfseconomische ontwikkelingen vóór introductie.

Het onderzoek heeft betrekking op 116 beursintroductions van niet-financiële instellingen op de Officiële Markt, de Parallelmarkt en NMAX gedurende de periode 1985-2000. Het aantal beursintroductions per jaar hangt duidelijk samen met het algemene beursklimaat. Met de stijging van de beurskoersen vanaf 2003 nam het aantal introductions weer iets toe, maar door het discontinueren van de CBS statistieken vanaf 2004 zijn deze niet in ons onderzoek meegenomen. Ook zijn alle financiële instellingen buiten beschouwing gelaten vanwege de wezenlijke afwijkingen in hun boekhoudkundige verslaggeving.

Om te kunnen beoordelen of de beursgang plaatsvindt in een uitzonderlijk goede periode en of er sprake is van lange-termijn overreactie in de IPO markt onderzoeken we hoe de operationele resultaten van beursnieuwelingen zich hebben ontwikkeld in de drie jaren vóór en na introductie. Tevens analyseren we de relatieve waardering op het moment van introductie en in de drie jaren daarna. In het algemeen wordt de hoogte van de koers/winst-verhouding en/of de koers/boekwaarde-verhouding voor een belangrijk deel bepaald door de verwachte groei van een onderneming. Op deze manier kunnen we afleiden of beleggers ten tijde van de beursintroductions een juiste inschatting hebben gemaakt van het winstpotentieel.

In het onderzoek zijn de operationele en beursperformance gecorrigeerd voor conjuncturele en beursontwikkelingen door ze te af te zetten tegen de algemene resultaat- en bedrijfsontwikkeling en het koersverloop van representatieve marktgemiddelden. Kleinere bedrijven kennen een volatielere operationele en koersontwikkeling dan grote, meer gediversifieerde bedrijven. Om rekening te houden met dit grootte-effect zijn de operationele en beursperformance afgezet tegen qua grootte vergelijkbare ondernemingen.

In veel Amerikaanse onderzoeken naar IPO's worden de beursintroducés paarsgewijs gekoppeld aan bedrijven met een vergelijkbare ondernemingsomvang in dezelfde bedrijfstak. Gezien het relatief beperkte aantal op de Nederlandse beurs genoteerde fondsen is dit geen optie. Om rekening te houden met de ondernemingsgrootte is de koersperformance van de Parallelmarkt-introductions vóór 1992 afgezet tegen de Van der Hoop-index. In verband met de consistentie is deze prijsindex herberekend tot een herbeleggingsindex op basis van het dividendrendement op de Amsterdam Midkap-index, het meest geschikte beschikbare alternatief. Na 1992 zijn small cap introductions met een marktkapitalisatie kleiner dan €500m afgezet tegen de DataStream Small Cap NL herbeleggingsindex. Als benchmark voor de beursperformance van de grotere beursintroducés is de CBS Herbeleggingsindex Lokale Ondernemingen Exclusief Financiële Instellingen gebruikt. Alle introductions op de Officiële Markt vóór 1992 en de introductions met een marktkapitalisatie groter dan €500m na 1992 zijn afgezet tegen bovengenoemde benchmark.

Voor de vergelijking van de operationele performance maken we gebruik van de CBS-publicatie 'Statistiek van balans en resultatenrekening beurs-NV's'. Hierin worden de balansen en resultatenrekeningen van alle Nederlandse beurs-NV's geaggregeerd, met uitzondering van de financiële instellingen. Om te corrigeren voor de ondernemingsgrootte zijn de beursintroducés op basis van het balanstotaal in het introductiejaar afgezet tegen één van de drie groottecategorieën die het CBS onderscheidt: het aggregaat van lokale ondernemingen met een balanstotaal kleiner dan Dfl 100mln (€45m), tussen Dfl 100 – 500mln (€45-€225m) ofwel groter dan Dfl 500mln (€225m). Vanaf 1997 publiceert het CBS geen betrouwbare uitsplitsing naar ondernemingsgrootte meer. Daarom is voor de jaren 1997 tot en met 2003 een eigen aggregatie gemaakt op basis van het DataStream – Nederland universum.

Databronnen en methodologie

Voor de beursintroducés zijn pre-introductiedata afkomstig uit de introductieprospectussen. Post-introductiedata zijn hoofdzakelijk afkomstig uit Worldscope en Bloomberg, aangevuld met DataStream en jaarverslagen. Beursrendementen, marktkapitalisaties en benchmarkwaarderingen zijn ont-

leend aan DataStream. De benchmarkdata voor operationele ontwikkelingen komen uit de CBS-publicatie 'Statistiek van balans en resultatenrekening beurs-NV's'.

Om vast te stellen of de beursgang samenvalt met buitengewoon goede operationele performance, zijn de ontwikkeling van de omzet, de totale activa, het bedrijfsresultaat de operationele winstmarge (bedrijfsresultaat/omzet) en de rentabiliteit van het totale vermogen (bedrijfsresultaat/totale activa) onderzocht.¹ De onderzoeksperiode loopt in principe van drie jaar vóór de beursgang tot drie jaar na de beursgang. Bij ondernemingen waarvoor minder historie beschikbaar was (zoals parallelmarktfondsen met minder stringente introductievereisten) zijn de data voor zover beschikbaar in het onderzoek opgenomen. Voor elke beursnieuweling is voor ieder van de jaren T-3, T-2, T-1, T+1, T+2 en T+3 per operationele maatstaf de procentuele verandering ten opzichte van het introductiejaar T bepaald. Om te corrigeren voor conjuncturele ontwikkelingen zijn de groeivoeten afgezet tegen het verloop bij qua grootte vergelijkbare bedrijven gedurende diezelfde perioden.

Vervolgens is onderzocht of de achterblijvende beursrendementen te herleiden zijn naar de resultaatontwikkeling. Hiertoe hebben we de 116 IPO's opgesplitst in een groep beurswinnaars en een groep beursverliezers op basis van de driejaars beursperformance ten opzichte van de qua grootte vergelijkbare benchmark. Vervolgens is per operationele maatstaf

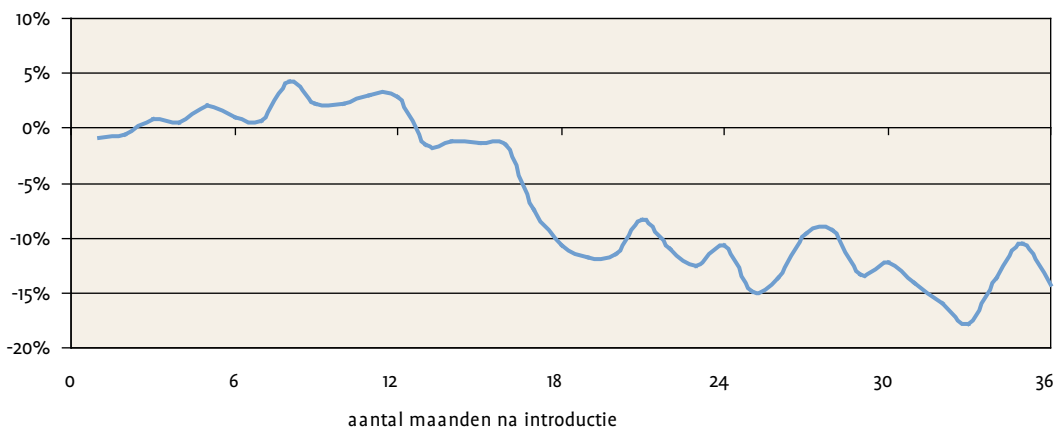
onderzocht of de beursverliezers in de periode na introductie operationeel slechter presteren dan de beurswinnaars.

Tot slot wordt het verloop van de koers/winst-verhouding en de koers/boekwaarde-verhouding onderzocht, om vast te stellen of de markt de pre-introductie resultaatontwikkeling ten onrechte extrapoleert. Volgens de overreactiehypothese noteren beursintroducties aanvankelijk op een waarderingspremie ten opzichte van de markt. Als na verloop van tijd echter niet aan de groeiverwachtingen wordt voldaan, zal de waarderingsmultiple dalen en de waarderingspremie verdwijnen.

Koersverloop van beursintroducties

Voordat we ingaan op de operationele performance van beursintroducties staan we kort stil bij de beursperformance gemeten naar koers- en dividendrendement. Figuur 1 toont het mediane verloop van het rendement van de 116 Nederlandse beursintroducties in de periode 1985-2000, die we in ons onderzoek hebben betrokken. Als startwaarde is de slotkoers van de eerste dag genomen. De eerste slotkoers reflecteert beter de visie van beleggers op de waarde van de onderneming dan de introductiekoers die veelal door de introducerende partij en emitterende banken wordt bepaald. Vanwege de scheve verdeling van rendementen en de overmatige invloed van uitschieters maken we in ons onderzoek gebruik van mediane in plaats van gemiddelde waarden. We zien dat tot ongeveer twaalf maanden na introductie

Figuur 1: Cumulatief beursrendement van Nederlandse beursintroducties ten opzichte van een naar grootte vergelijkbare benchmark



beursnieuwelingen het per saldo iets beter doen dan de voor grootte gecorrigeerde benchmark, terwijl op een termijn van drie jaar het rendement achterblijft bij de benchmark.

De getoonde underperformance van -14,2% van beursintroducties op een termijn van drie jaar is in lijn met de uitkomst van de onderzoeken van o.a. Doeswijk, Hemmes & Venekamp (2006) voor de Nederlandse beurs en Ritter (1991) voor de VS.

Het fenomeen van underpricing van IPO's op de korte termijn is uitvoerig onderzocht en beschreven. Het bestaan van overpricing van IPO's op de lange termijn is meer omstreven. Dit heeft in de eerste plaats te maken met het feit dat de volatiliteit van beursrendementen over perioden van meer dan een jaar zo groot is, dat meestal geen statistisch significante resultaten worden gevonden. Ook wij vinden geen statistisch significant resultaat voor de Wilcoxon-toets, die test of het mediane verschil tussen het rendement na drie jaar op beursintroducties en het rendement van de benchmarkfondsen nul is. In het geval er wel statistisch significante resultaten worden gevonden, zoals door Ritter (1991), dan is volgens onderzoek van Brav & Gompers (1997) geen sprake meer van een significante underperformance van IPO's als men het rendement corrigeert voor risico met behulp van het Fama & French (1993) drie-factoren model. Onderzoek van Doeswijk, Hemmes & Venekamp (2006) wijst uit dat de lange-

termijn underperformance van beursintroducties is geconcentreerd in groeiaandelen die zijn uitgegeven in zogenaamde 'hot-issue' markten, zoals midden jaren tachtig en eind jaren negentig.

Op- en neergang in winstmaatstaven

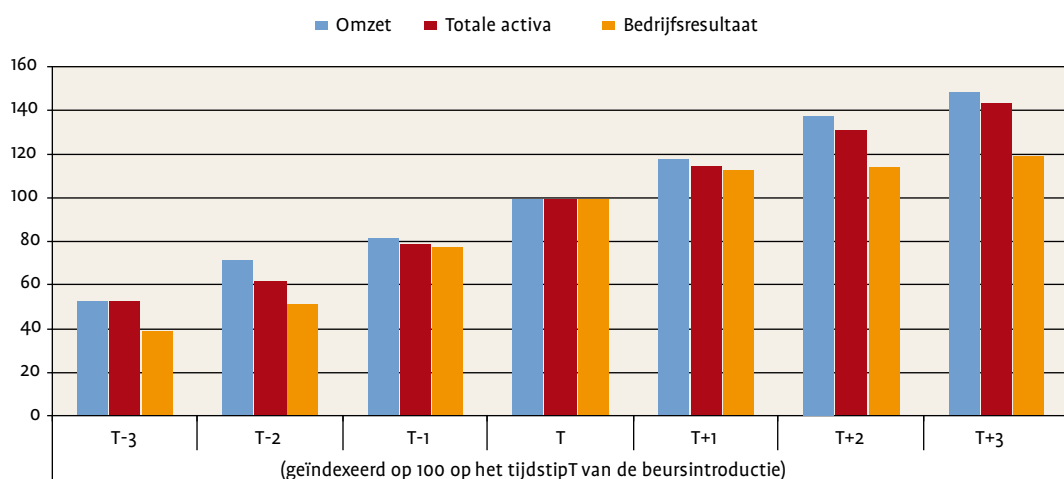
In Figuur 2 wordt het geïndexeerde verloop van de omzet, de totale activa en het bedrijfsresultaat van de IPO's getoond voor de drie jaren voor en na introductie. Het is opvallend dat de sterkste groei in de periode voor de beursgang wordt behaald in het bedrijfsresultaat, terwijl deze maatstaf in de jaren na de introductie juist het laagste groeipercentage noteert.

De operationele winstmarge en de rentabiliteit van het totale vermogen zijn gedefinieerd als het bedrijfsresultaat gedeeld door de omzet, respectievelijk de totale activa. Hieruit volgt dat voor de mediane IPO in de periode voor de beursintroductie een verbetering van de winstgevendheid te zien zal zijn, terwijl er in de periode na de introductie juist een verslechtering te zien is. Dit wordt geïllustreerd in Figuur 3.

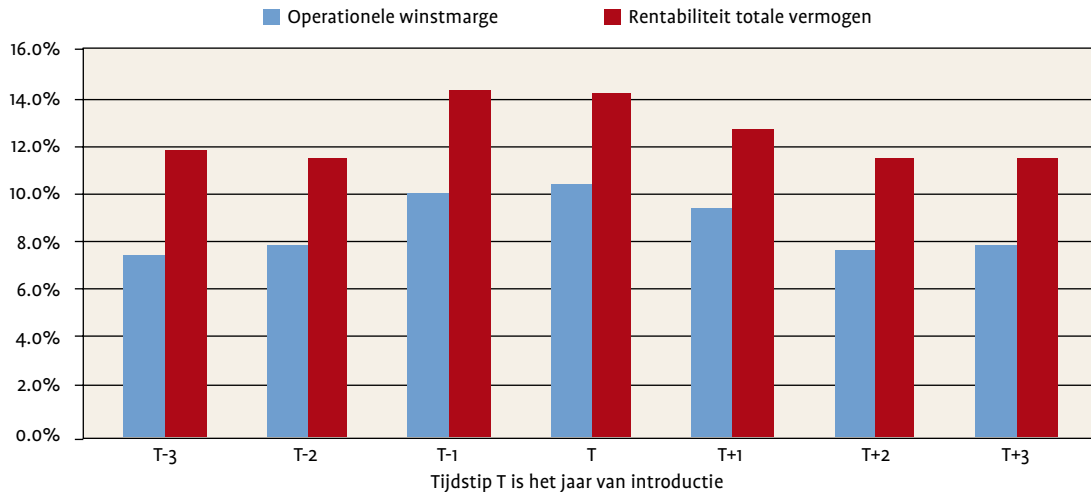
Correctie voor conjuncturele ontwikkelingen

Figuur 3 laat een duidelijke op- en neergang zien in de winstgevendheid van IPO's. Voordat we hier conclusies aan kunnen verbinden moeten we het verloop van de operationele maatstaven eerst corrigeren voor de ontwikkeling van qua grootte vergelijkbare bedrijven. Gezien het feit dat IPO's geclusterd zijn in perio-

Figuur 2: Geïndexeerd verloop van de operationele performance van IPO's



Figuur 3: Verloop van de operationele winstmarge en rentabiliteit van IPO's



den van beursoptimisme, zoals midden jaren tachtig en eind jaren negentig, is het immers mogelijk dat de operationele performance van qua grootte vergelijkbare beursgenoteerde bedrijven ook een terugval vertoont.

Voor ieder van de beursintroductions wordt per maatstaf de procentuele verandering ten opzichte van het introductiejaar T berekend. De procentuele verandering van elk van de operationele maatstaven wordt vervolgens vergeleken met de verandering in de benchmark in dezelfde periode. Om minder gevoelig te zijn voor uitschieters in de data maken we gebruik van de Wilcoxon-toets. (De p-waarde geeft de kans weer dat het mediane verschil tussen de procentuele verandering van de maatstaf voor IPO's en de procentuele verandering voor de benchmark gelijk is aan nul).

De resultaten in Tabel 1 tonen aan dat er inderdaad sprake is van een significant betere performance van de operationele maatstaven van IPO's ten opzichte van in grootte vergelijkbare ondernemingen in de drie jaren vóór de beursintroductie (met uitzondering van de rentabiliteit van het totale vermogen).

Echter, drie jaar na introductie is de ontwikkeling van het bedrijfsresultaat juist significant slechter dan de benchmark. Het verschil is nog evidenter in de winstmarge en de rentabiliteit. Waar de benchmarkbedrijven in staat zijn hun operationele winstmarge

en de rentabiliteit van het totale vermogen licht te verbeteren, treedt bij de IPO's een duidelijke neergang op. Alle operationele verschillen tussen IPO's en benchmarkbedrijven voor de periode van drie jaar na het tijdstip van introductie zijn significant op een niveau van minder dan 1%, met uitzondering van de ontwikkeling van de totale activa (significant op een niveau van 7%). Ook wanneer we de IPO's uit de bubble-jaren 1998 tot en met 2000 buiten beschouwing laten vertonen de IPO's op alle maatstaven een significant slechtere performance voor de driejaars periode na introductie op een niveau van minder dan 1%, met uitzondering van het bedrijfsresultaat (significant op een niveau van minder dan 3%).

De verslechterde winstmaatstaven zijn niet te wijten aan een verslechtering van de groei; in de jaren na introductie tonen IPO's nog steeds een significant hogere groei in omzet en totale activa. Bovendien lijkt de oorzaak niet gelegen in nieuwe investeringen die (nog) onevenredig bijdragen aan de omzet. De mediane omzetgroei ligt voor elk van de post-introductieperioden boven de groei in totale activa, maar het verschil tussen beide is niet significant.

De combinatie van verslechterende operationele performance en een bij de index achterblijvende koersperformance doet vermoeden dat beleggers gemiddeld gesproken te optimistisch zijn over de winstvooruitzichten van IPO's ten tijde van de beursintroductie. Om de overreactiehypothese nader te

Tabel 1: Vergelijking van de operationele performance van IPO's en qua grootte vergelijkbare bedrijven (%-verandering ten opzichte van het jaar T van introductie)

			T-3 tot T	T-2 tot T	T-1 tot T	T	T tot T+1	T tot T+2	T tot T+3
Omzet	Mediaan %-verandering	IPO's	88,1%	39,9%	22,6%		18,3%	37,3%	48,8%
		Benchmark	26,6%	18,5%	11,5%		10,2%	22,2%	37,7%
	Wilcoxon	p-waarde	0,00	0,00	0,00		0,00	0,00	0,00
Totale activa	Mediaan %-verandering	IPO's	88,7%	60,8%	26,7%		14,5%	31,3%	43,7%
		Benchmark	25,3%	17,5%	8,9%		8,7%	18,7%	31,1%
	Wilcoxon	p-waarde	0,00	0,00	0,00		0,05	0,02	0,07
Bedrijfsresultaat	Mediaan %-verandering	IPO's	154,3%	92,3%	28,1%		12,9%	14,4%	18,9%
		Benchmark	53,1%	38,6%	16,0%		12,3%	32,8	45,7%
	Wilcoxon	p-waarde	0,00	0,00	0,00		0,98	0,07	0,00
Operationele marge	Mediaan %-verandering	IPO's	22,9%	24,1%	6,9%		-4,0%	-10,3%	-21,9%
		Benchmark	25,0%	7,9%	2,0%		0,7%	0,9%	6,5%
	Wilcoxon	p-waarde	0,10	0,00	0,03		0,01	0,00	0,00
Rentabiliteit van het totale vermogen	Mediaan %-verandering	IPO's	20,7%	13,5%	2,1%		-5,0%	-17,0%	-23,4%
		Benchmark	14,0%	12,1%	2,0%		0,1%	-2,3%	8,9%
	Wilcoxon	p-waarde	0,92	0,18	0,55		0,09	0,00	0,00

toetsen onderzoeken we hierna hoe de operationele performance is geweest van IPO's waarvan de beurskoers op de lange termijn wel sterker is gestegen dan het beursgemiddelde.

Winnaars en verliezers

Niet alle beursintroducties zijn op de lange termijn een mislukking; ongeveer eenderde van de IPO's behaalt na drie jaar een beursrendement inclusief herbelegd dividend dat hoger is dan de benchmark. Het is interessant om te weten in hoeverre het verschil in rendement tussen de beurswinnaars en -verliezers is te herleiden naar een verschil in de ontwikkeling van de operationele resultaten. Op basis van de relatieve performance zijn de 116 beursintroducties onderverdeeld in een groep beurswinnaars en een groep beursverliezers. Vervolgens is per groep voor ieder van de vijf operationele maatstaven de mediane procentuele verandering ten opzichte van naar grootte vergelijkbare bedrijven berekend.

Naar verwachting zal de groep verliezers in de post-introductieperiode operationeel slechter presteren dan de groep winnaars. In Tabel 2 staan de resulta-

ten weergegeven met het significantieniveau van de Wilcoxon-toets.

In de periode van drie jaar voor de introductie zijn er tamelijk grote verschillen in de operationele ontwikkeling van winnende en verliezende IPO's te onderscheiden, maar geen van de verschillen is statistisch significant voor de periode T-3 tot T. In de driejaarsperiode na de beursintroductie doen de beursverliezers het echter significant slechter op alle vijf de operationele maatstaven. Voor de rentabiliteit van het totale vermogen is het resultaat significant op een niveau van 2%; voor de vier andere maatstaven op een niveau van minder dan 1%.

De significant afwijkende operationele ontwikkeling van beurswinnaars en -verliezers geeft vertrouwen dat onze veronderstelling, dat beurskoersen zich op de lange termijn voegen naar het verloop van de operationele performance, juist is. De verklaring van het teleurstellende beursrendement van de gemiddelde IPO op de lange termijn lijkt daarmee vooral terug te voeren op de sterke terugval in de operationele performance in de drie jaar na de beursintroductie.

Tabel 2: Vergelijking van de operationele performance van twee groepen IPO's (beurswinnaars en beursverliezers) gecorrigeerd voor conjuncturele ontwikkelingen

			T-3 tot T	T-2 tot T	T-1 tot T	T	T tot T+1	T tot T+2	T tot T+3
Omzet	Mediaan %- verandering	beursverliezers	71,1%	23,5%	15,3%		3,8%	13,5%	4,7%
		beurswinnaars	54,0%	24,3%	13,9%		13,5%	29,7%	53,9%
	Wilcoxon	p-waarde	0,71	0,87	0,49		0,14	0,11	0,00
Totale acitva	Mediaan %- verandering	beursverliezers	134,6%	64,9%	20,8%		-3,2%	-4,5%	-8,9%
		beurswinnaars	54,9%	22,9%	11,7%		14,2%	31,1%	45,4%
	Wilcoxon	p-waarde	0,46	0,13	0,41		0,00	0,00	0,00
Bedrijfsresultaat	Mediaan %- verandering	beursverliezers	64,2%	26,2%	2,5%		-12,3%	-53,6%	-55,1%
		beurswinnaars	112,1%	76,4%	31,9%		17,8%	41,3%	19,1%
	Wilcoxon	p-waarde	0,24	0,07	0,00		0,00	0,00	0,00
Operationele	Mediaan %- verandering	beursverliezers	12,3%	13,0%	2,2%		-14,4%	-38,8%	-47,6%
		beurswinnaars	19,2%	6,1%	10,0%		-0,9%	0,4%	-15,3%
	Wilcoxon	p-waarde	0,57	0,67	0,06		0,00	0,00	0,00
Rentabiliteit van het totale vermogen	Mediaan %- verandering	beursverliezers	3,6%	-3,3%	2,6%		-13,7%	-43,0%	-44,2%
		beurswinnaars	12,6%	6,3%	7,2%		-0,6%	0,5%	-24,9%
	Wilcoxon	p-waarde	0,86	0,67	0,01		0,03	0,00	0,02

Overoptimisme

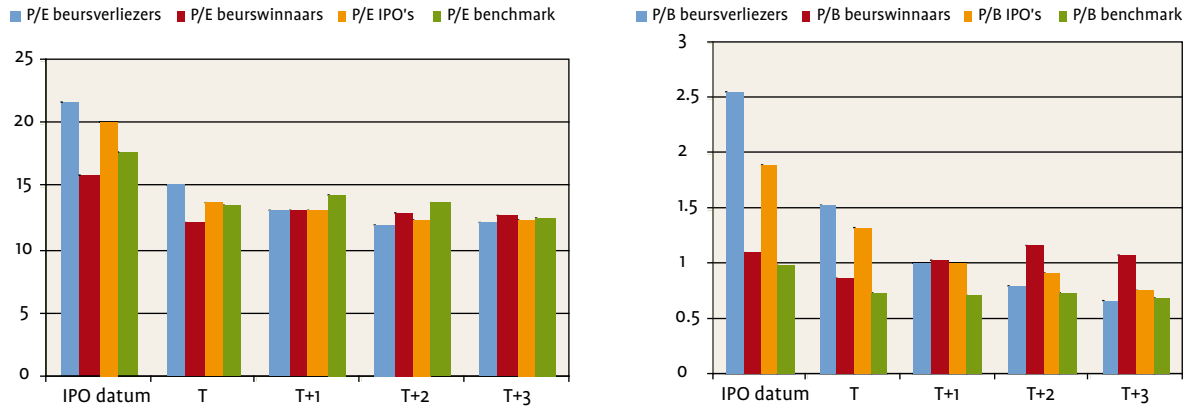
Tot slot zijn we geïnteresseerd in de vraag of beleggers ten tijde van de beursintroductie te optimistisch zijn over het toekomstige operationele resultaat van IPO's. Onderzoek van o.a. Chan, Karceski & Lakonishok (2003) laat zien dat de lange-termijn winstgroei van een onderneming zich moeilijk laat voorspellen. Niettemin vinden zij een duidelijk positieve relatie tussen de waardering van ondernemingen en hun historische winstgroei. Om vast te stellen of de markt de pre-introductie resultaatontwikkeling van IPO's ten onrechte extrapoleert, onderzoeken we het verloop van de koers/winstverhouding en de koers/boekwaarde van de beursnieuwelingen in de drie jaar na introductie. Hiertoe delen we de marktwaarde op het slot van de eerste handelsdag door de laatst gerapporteerde winst, respectievelijk de boekwaarde uit het introductieprospectus. De eerste slotkoers is een betere indicatie voor de marktverwachtingen dan de introductiekoers die vooral door de introducerende partijen bepaald wordt. Daarnaast meten we de waardering per ultimo van ieder jaar, te beginnen met het jaar T waarin de introductie plaatsvond, door de slotmarktkapitalisatie van het

jaar te delen door de laatst gerapporteerde winst, respectievelijk boekwaarde.

Volgens de overreactie-hypothese noteren beursintroducties aanvankelijk op een waarderingspremie ten opzichte van de markt. Als na verloop van tijd blijkt dat ze niet aan de hooggespannen groeiverwachtingen kunnen voldoen zal de waarderingspremie verdwijnen. Dit wordt getoond in Figuur 4.

Figuur 4 laat zien dat de beursverliezers op het moment van beursintroductie zowel een hogere koers/winstverhouding als koers/boekwaarde-verhouding kennen dan qua grootte vergelijkbare bedrijven (volgens de Wilcoxon toets significant op het niveau van 7% respectievelijk kleiner dan 1%). Echter, vanaf tijdstip T en T+1 is deze premie niet langer significant voor de koers/winstverhouding respectievelijk de koers/boekwaarde-verhouding. Met de teleurstellende operationele ontwikkeling in de drie jaar na introductie keert de waardering van de beursverliezers na verloop van tijd weer terug naar het beursgemiddelde. De beurswinnaars daarentegen noteren vanaf introductie op een (niet signifi-

Figuur 4: Verloop van de koerswinst-verhouding (P/E) en koers/boekwaarde-verhouding (P/B) van beursintroducties, uitgesplitst naar beurswinnaars en beursverliezers, ten opzichte van de waardering van qua grootte vergelijkbare bedrijven



cant) lagere koers/winstverhouding dan qua grootte vergelijkbare bedrijven. Met de aanhoudend bovengemiddelde operationele ontwikkelingen noteert deze groep vanaf tijdstip T op een premie in termen van koers/boekwaarde, significant op een niveau kleiner dan 2%.

Conclusie

In de eerste plaats kunnen we vaststellen dat de beursgang in het algemeen plaatsvindt in een periode van buitengewoon goede operationele prestaties. In de drie jaren voor de introductie is de groei in vier van de vijf operationele maatstaven voor beursnieuwelingen significant hoger dan voor qua grootte vergelijkbare ondernemingen. Ten tweede blijkt dat beleggers bij de waardering van beursintroducties de sterke operationele ontwikkeling van de pre-introductieperiode extrapoleren naar de toekomst, gezien de relatief hoge gemiddelde koers/winst-verhouding en koers/boekwaarde-verhouding van de ondernemingen ten tijde van de beursintroductie. Na de beursintroductie blijken ze weliswaar in staat om de omzet en de totale activa significant sneller te doen groeien dan het marktgemiddelde, maar de drie maatstaven voor winstgevendheid blijven significant achter in de drie jaar na de beursintroductie.

Slechts ongeveer eenderde van de beursintroducties is een succes, in de zin van het behalen van een hoger beursrendement dan het marktgemiddelde over een periode van drie jaar. Als we kijken naar de karakteristieken van succesvolle beursnieuwelingen, dan zien we dat deze bedrijven in de drie jaar na de

beursintroductie op alle operationele maatstaven beter scoren dan de niet-succesvolle beursgangers. Bovendien wordt voor deze bedrijven ten tijde van de beursintroductie gemiddeld gesproken geen waardeeringspremie ten opzichte van het marktgemiddelde betaald.

Onze resultaten laten zien dat IPO's kunnen worden opgevat als extreme 'glamour' aandelen, die op het moment van de beursintroductie sterk in trek zijn. Gezien de gemiddelde waardeeringspremie die IPO's hebben ten opzichte van qua grootte vergelijkbare bedrijven, verwachten beleggers een superieure resultaatontwikkeling van de beursnieuwelingen in de toekomst. In werkelijkheid zien we dat de winstgevendheid van de introducerende bedrijven bij lange na niet aan de hooggespannen verwachtingen kan voldoen: het bedrijfsresultaat, de operationele winstmarge en de rentabiliteit van het totale vermogen blijven zelfs significant achter bij het marktgemiddelde. Dit wordt weerspiegeld in de beurskoers die op de langere termijn een underperformance laat zien ten opzichte van de benchmark.

Noten

1. De ontwikkeling van de netto-winst is buiten beschouwing gelaten, omdat een aantal negatieve winst-aggregaten in de CBS index een marktgecorrigeerde vergelijking onmogelijk maakt. Het bedrijfsresultaat (EBIT) is bovendien een zuiverder maatstaf, omdat het eventuele buitengewone baten en lasten, de vennootschapsbelasting en de invloed van de kapitaalstructuur buiten beschouwing laat.

Literatuur

- Brav, A. & Gompers, P. (1997), 'Myth or reality? The Long-Run Underperformance of Initial Public Offerings: Evidence from Venture and non-Venture Capital-backed Companies', *Journal of Finance*, vol. 52, pp. 1791-1821, December 1997.
- Chan, L., J. Karceski & J. Lakonishok (2003), 'The Level and Persistence of Growth Rates', *Journal of Finance*, vol. 58, pp. 643-684, April 2003.
- De Bondt, W.M.F. & Thaler, R.H. (1985), 'Does the Stock Market Overreact?', *Journal of Finance*, vol. 40, pp 793-805, July 1985.
- De Bondt, W.M.F. & Thaler, R.H. (1987), 'Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality', *Journal of Finance*, vol. 42, pp. 557-581, July 1987.
- Doeswijk, R., Hemmes, H. & Venekamp, R. (2006), '25 Years of Dutch IPOs: An Examination of Frequently Cited IPO Anomalies within Main Sectors dan During Hot and Cold-Issue Periods', *De Economist*, vol. 154, no. 3, pp. 405-427.
- Fama, E. & French, K. (1993), 'Common Risk Factors in the Return of Stocks and Bonds', *Journal of Financial Economics*, vol.33, pp. 3-57, February 1993.
- Jain, B. & Kini, O. (1994), 'The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms', *Journal of Finance*, vol. 49, pp. 1699-1726, December 1994.
- Ritter, J. (1991), 'The Long-Run Performance of Initial Public Offerings', *Journal of Finance*, vol. 46, pp. 3-27, January 1991.