

57

ESB

E C O N O M I S C H S T A T I S T I S C H E B E R I C H T E N



De winst van De Nederlandsche Bank

De parallelmarkt werkt efficiënt

Wie betaalt de energiehelling?

OESO verlaagt groeiprognozes

De kwaliteit van de parallelmarkt

A. Corhay en A. Tourani Rad

De parallelmarkt van de Amsterdamse effectenbeurs wordt niet als onverdeeld succesvol beschouwd. Genoteerde ondernemingen proberen te ontkomen aan de wankel en riskante status van deze markt. Een onderzoek naar de koersen van beursondernemingen die zijn overgestapt van de parallelmarkt naar de officiële markt leert echter dat deze overstap geen buitengewoon rendement voor aandeelhouders heeft opgeleverd. De parallelmarkt werkt net zo doelmatig als de officiële markt.

Op 28 januari 1992 vierde de parallelmarkt van de Amsterdamse effectenbeurs zijn tiende verjaardag¹. De financiële wereld en de politiek hebben hier veel aandacht aan besteed, maar de academische wereld niet. Er werd gezegd dat de parallelmarkt nu "op zijn manier een volwaardige markt" is. De voorzitter van de beurs stelde dat de parallelmarkt "mogelijkheden biedt die de beurs en andere belanghebbers zouden moeten benutten". Volgens de voorzitter van de Nationale Investeringsbank zijn er zo'n 300 middelgrote bedrijven geïnteresseerd in notering op de parallelmarkt en wordt dit door veel bedrijven beschouwd als derde alternatief, na de officiële markt en het aantrekken van venture capital². De parallelmarkt in Nederland moet, net als zijn tegenhangers in andere Europese landen, dienen als een georganiseerde aandelenmarkt voor kleine en middelgrote bedrijven die in de groeisectoren actief zijn. In het algemeen zijn de voorwaarden voor notering aan de parallelmarkt minder streng dan die voor de officiële markt. Kleine beginnende bedrijven kunnen daardoor gemakkelijker aandelenkapitaal verwerven³.

Tabel 1 toont een overzicht van de omzet en het aantal bedrijven dat aan de parallelmarkt genoteerd is sinds 1982. In de tien jaar van zijn bestaan kende de parallelmarkt voor- en tegenspoed. De eerste vijf jaar was de parallelmarkt succesvol. Het topjaar was 1986 met een omzet van f 5.200 mln. en het hoogste aantal noteringen. Na 1987 zette echter een daling in zowel qua omzet als aantal nieuw genoteerde fondsen. In de afgelopen jaren waren het hoofdzakelijk beleggingsfondsen of onderlinge waarborgmaatschappijen; geen industriële of handelsbedrijven die verondersteld werden de kracht van de parallelmarkt te zijn. Verder leed de reputatie van de parallelmarkt flink door een miserabele gang van zaken bij enige high-tech-bedrijven. In 1990 introduceerde het bestuur van de Amsterdamse effectenbeurs een aantal extra regels voor bedrijven die notering op de parallelmarkt wensden; bovendien werd de naam veranderd in 'de officiële

parallelmarkt'. Omdat zij ontevreden waren met de maatregelen van de Amsterdamse beurs, richtten vertegenwoordigers van enige belangrijke fondsen van de parallelmarkt halverwege 1991 de Vereniging van Officiële Parallelmarkt Fondsen op. Het hoofddoel was de naam van de parallelmarkt te zuiveren van het imago dat het slechts "een doorgangshuis gevuld met zeer riskante ondernemingen" was. De voorzitter van de Vereniging stelde dat het algemene vertrouwen kan worden hersteld door een actieve rol van alle betrokken partijen; in het bijzonder verzekeraars zouden meer aandacht moeten schenken aan de eerste fase na het op de markt verschijnen van kleinere bedrijven⁴. Anderen hebben allerlei maatregelen voorgesteld om de parallelmarkt nieuw leven in te blazen, bij voorbeeld verandering van het handelssysteem, introductie van opties op aan de parallelmarkt genoteerde bedrijven en het toestaan van grotere kapitaalbehoeften. Sinds de oprichting van de parallelmarkt zijn veel bedrijven weer verdwenen. Een paar zijn er failliet gegaan, hoewel dit er naar verhouding niet meer

* A. Corhay is verbonden aan de Universiteit van Luik en de Rijksuniversiteit Limburg. A. Tourani Rad is verbonden aan de Rijksuniversiteit Limburg.

1. De Amsterdamse Effectenbeurs heeft drie soorten markten: de officiële markt (voor het noteren van grote binnenlandse en buitenlandse bedrijven), de parallelmarkt (voor kleinere bedrijven) en de niet-officiële markt (markt voor niet-officieel genoteerde bedrijven).

2. *Het Financieele Dagblad*, diverse uitgaven, 28 januari 1992 - 3 februari 1992.

3. Zie voor een gedetailleerd overzicht van de toelatingsprocedures en noteringseisen van de officiële en de parallelmarkt J.A. Ambergen, J.H. Garretsen en J.A.H. Maks, *De openbare emissiemarkt voor aandelen in Nederland*, Wolters-Noordhoff, Groningen, 1988; Van Dien Groep, *Beursintroductie*, Samson, Alphen aan den Rijn, 1987; *Beurs en effecten/Amsterdamse Effectenbeurs*, Veen, Amsterdam, 1991.

4. Zie Poetsen aan het imago van de parallelmarkt, *Het Financieele Dagblad*, 3 juli 1991.

Tabel 1. De ontwikkeling van de parallelmarkt

Jaar	Omzet in mln. gld.	Aantal bedrijven
1982	56,2	18
1987	1992,3	54
1988	1843,2	62
1989	3280,3	75
1990	1963,1	75

Bron: *Beurs en effecten/Amsterdamse Effectenbeurs*, Veen, Amsterdam, 1991, blz. 179.

zijn dan op de officiële markt. Een stuk of vijftien bedrijven zijn overgenomen en ongeveer evenveel zijn toegelaten tot de officiële markt. In dit artikel willen we de kwaliteit van de parallelmarkt nader onderzoeken. Daartoe concentreren we ons op de ondernemingen die van de parallelmarkt naar de officiële markt zijn overgestapt. Het doel van dit artikel is om vast te stellen wat het effect van de overstap van de parallelmarkt naar de officiële markt is op de prijzen van aandelen. We stellen empirisch de globale effecten vast van de verandering in notering op de ontwikkeling van de aandeelkoersen rond de data waarop deze verandering zich voerde. Het artikel is als volgt ingedeeld: eerst volgt een kort literatuuroverzicht en bespreken wij de voor- en nadelen van het overstappen van de parallel- naar de officiële markt; daarna presenteren wij de hypothese die we toetsen; de volgende paragraaf bevat de gegevens en methode; daarna volgen de resultaten. Wij sluiten af met een samenvatting en conclusies.

Waarom veranderen van notering?

In het algemeen moet een bedrijf dat zijn aandelen op een beurs wil laten verhandelen aan strenge eisen voor notering voldoen. Dit omvat onder meer het vermogen om de aanvangskosten te dragen en de beursnotering te handhaven. Het bedrijf moet op tijd verslag uitbrengen, moet jaarlijks financiële informatie openbaar maken, enzovoort. Waarom wil een bedrijf dan een notering op een beurs in plaats van bij voorbeeld 'losse verkoop' van aandelen? Een voordeel van beursnotering dat vaak wordt genoemd is het nut van een bepaalde hoeveelheid gratis reclame en vergrote zichtbaarheid, in het bijzonder wanneer de bedrijfsaandelen actief verhandeld worden. Deze bekendheid zou een positief effect kunnen hebben op de verkoop van de producten van het bedrijf. Ook wordt geredeneerd dat aandelen van genoteerde bedrijven tegen een hogere prijs worden verkocht, hetgeen op zijn beurt weer kan leiden tot goedkopere financiering. Met andere woorden, genoteerde bedrijven kunnen lagere kapitaalkosten hebben dan niet-genoteerde. Investeerders hebben ongetwijfeld voordeel van de verhoogde publiciteit over bij voorbeeld dividenden, nieuwe producten en een nieuwe leiding van genoteerde bedrijven. Deze informatie wordt in het algemeen snel door de pers verspreid. Deze argumenten gelden tot op zekere hoogte ook voor bedrijven die verkieszen om van de parallelmarkt naar de officiële markt te verhuizen. Meer in het bijzonder zijn volgens Kerdel de voordelen van notering op de officiële markt (OM) in plaats van op de parallelmarkt (PM)⁵:

- een notering op de OM werkt statusverhogend;
- het aantrekken van kapitaal gaat gemakkelijker;

- de belegging in aandelen van een bedrijf dat op de OM genoteerd staat door institutionele en buitenlandse beleggers wordt mogelijk beter;
- het plaatsen van grote pakketten is gemakkelijker;
- officieel genoteerde certificaten zijn beter beleenbaar;
- bij acquisitie/overname worden officieel genoteerde certificaten eerder geaccepteerd;
- handel in aandelen/certificaten op de OM gaat met minder commissie gepaard voor de belegger.

Daar staat tegenover dat de parallelmarkt ook voordelen heeft ten opzichte van de officiële markt:

- een notering op de PM brengt minder kosten mee;
- er is op de PM geen noodzaak het hele kapitaal in notering te brengen;
- de PM is ook geschikt voor kleinere ondernemingen. De eisen ten aanzien van het minimum kapitaal liggen lager;
- de PM wordt als voorportaal gezien van de OM;
- door het geringere aantal fondsen dat op de PM genoteerd is, loopt een bedrijf eerder in het oog.

Velen beweren dat bedrijven met hoge risico's en minder kwaliteit aan de parallelmarkt genoteerd staan. Een paar veelbeschreven faillissementen hebben dit beeld versterkt.

Hoewel verschillende aspecten van beursnoteringen en hun effecten op de welvaart van aandeelhouders zijn onderzocht, kennen wij geen studies die gericht zijn op het effect van een verandering van notering van parallelmarkt naar officiële markt⁶.

Hypothese

Volgens de financiële theorie zou een bedrijf dat overstapt van de parallelmarkt naar de officiële markt, dit alleen moeten doen als het voordeel oplevert voor de aandeelhouders. We zouden dus een positieve verandering kunnen verwachten van de waardering van aandeelhouders en een stijging van de aandeelprijzen wanneer een onderneming een dergelijke actie onderneemt.

In het licht van deze argumenten formuleren we de volgende hypothese. De hypothese betreft de marktreactie op de verandering in notering en het algehele effect op de welvaart van aandeelhouders. Daarbij onderzoeken we de volgende stelling: de verandering in notering leidt niet tot enig substantieel effect op de welvaart van de aandeelhouders van het

5. Ontleend aan J.A. Ambergen, J.H. Garretsen en J.A.H. Maks, op.cit., 1988, blz. 73.

6. De effecten van binnenlandse noteringen op de marktprijzen van gewone aandelen in de VS zijn door diverse onderzoekers bestudeerd. Zie onder andere: R. Furst, Does the listing increase the market price of common stocks?, *Journal of Business*, 1970, blz. 174-180; J. van Horn, New listings and their price behaviour, *Journal of Finance*, 1970, blz. 738-794; W. Goulet, Price changes, managerial actions and insider trading at the time of listing, *Financial Management*, 1974, blz. 30-36; L. Ying, W. Lewellen, G. Schlarbaum en R. Lease, Stock exchange listing and securities returns, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1977, blz. 415-432; F. Fabozzi, Does listing on the Amex increase the value of equity?, *Financial Management*, 1981, blz. 43-50. Hoewel er enige verschillen zijn in de bevindingen is de algemene uitkomst dat notering de marktprijs van aandelen niet blijvend verhoogt.

betreffende bedrijf. Indien wij er niet in slagen deze nulhypothese af te wijzen, impliceert dat:

- de Nederlandse kapitaalmarkt is zo doelmatig dat de waarde van een bedrijf niet gemanipuleerd kan worden door een veranderde notering;
- de Nederlandse kapitaalmarkten zijn niet gesegmenteerd;
- de winst van de overgang van de ene naar de andere markt overtreft niet de kosten.

Gegevens en methoden

Tussen september 1982 en maart 1983 waren er in totaal 19 bedrijven die van notering veranderden. Daarbij waren een paar investeringsfondsen die van deze analyse zijn uitgesloten. De gegevens over de verandering van notering zijn verkregen bij de Amsterdamse Effectenbeurs. We gebruikten de werkelijke data van veranderde notering in plaats van de data van aankondiging omdat deze moeilijk te krijgen waren. Om te voorkomen dat enige invloed van een mededeling buiten de onderzoeksperiode zou vallen, is een periode onderzocht vanaf 120 dagen voor de werkelijke overgang naar de officiële markt. De dagkoersen zijn afkomstig van Datastream. Bedrijven waarvan de aandelen niet ten minste een jaar voor en twee maanden na de gebeurtenis verhandeld werden, zijn uitgesloten. Deze selectie leidde uiteindelijk tot een groep van dertien bedrijven. Om de gemiddelde grootte en statistische betekenis van de prijsverandering van effecten te meten, dat wil zeggen opbrengstcijfers die met veranderde noteringen samengaan, moeten prijseffecten die niet met de overgang te maken hebben, geëlimineerd worden. Wij gebruiken de methode van de 'event'-study om de marktreacties op de verandering van notering te toetsen. Het volgende marktmodel is gebruikt om buitengewone rendementen te schatten:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it}$$

waarin: R_{it} = de dagopbrengsten van de bedrijven en R_{mt} = de CBS-koersindex. De geschatte parameters van het model zijn α_i en β_i , ϵ_{it} is de storingsterm. De parameters van dit model worden geschat met behulp van 120 dagen opbrengstgegevens, eindigend op dag -120 voor de werkelijke dag van noteringsverandering. Buitengewone rendementen van bedrijf i op dag t (ER_{it}) worden geschat door de verwachte rendementen van de werkelijke rendementen af te trekken.

$$ER_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt})$$

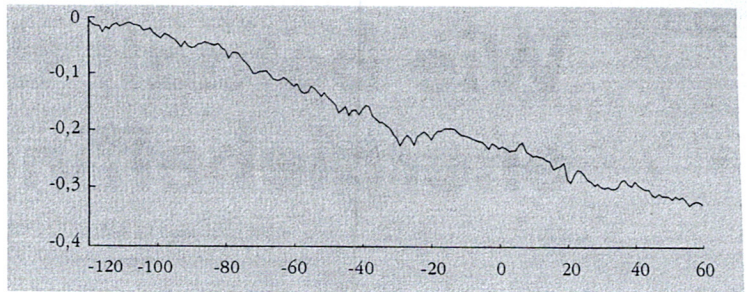
Het gemiddelde buitengewone rendement op dag t (AR_t) is als volgt berekend:

$$AR_t = \sum_{i=1}^N ER_{it} / N$$

waarin: N = het aantal bedrijven in ons voorbeeld. Om het cumulatieve effect van de veranderde noteringen te berekenen van dag s tot dag T , zijn de cumulatieve gemiddelde buitengewone rendementen (CAR_T) als volgt berekend:

$$CAR_T = \sum_{t=s}^T AR_t$$

Significantie-toetsen (t_{stat}) zijn uitgevoerd op AR_t met toepassing van de Brown en Warner-techniek voor onderlinge afhankelijkheid



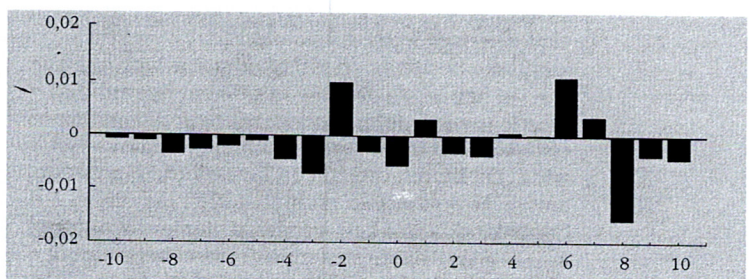
Empirische bevindingen

Figuur 1 toont het cumulatieve buitengewone rendement (CAR) gedurende de hele onderzoeksperiode en figuur 2 het buitengewone rendement in de tien dagen rond de werkelijke dag. Figuur 1 geeft de cumulatieve buitengewone rendementen gedurende een tijdvak van 120 dagen voor tot 60 dagen na de veranderde notering. De lengte van de periode voor de gebeurtenis is zo gekozen dat zij een mogelijk effect kan weergeven van de aankondiging op de werkelijke verandering van notering. Aan de hand van deze cijfers kunnen we zien dat de CAR voortdurend daalt. Dit zou een tamelijk negatief effect weergeven van de beslissing de marktnotering te veranderen. De grootte van de val van de CAR, dat wil zeggen het rendement uit de portefeuille van bedrijven na aanpassing voor marktbevingen, is ongeveer drie procent gedurende een periode van negen (!) maanden. De nul-hypothese dat de veranderde notering geen effect heeft op de marktwaarde van aandeel-opbrengsten kan niet worden afgewezen, niet alleen voor de dag van overgang maar meer in het algemeen voor de gehele periode van onderzoek. Van de 181 berekende buitengewone rendementen zijn er maar tien statistisch significant op vijf-procentniveau. Ze zijn echter over de hele periode verspreid en er kan geen systematisch patroon in ontdekt worden.

Conclusie

Dit artikel onderzoekt de overgang van de parallelmarkt naar de officiële markt door Nederlandse bedrijven gedurende de laatste tien jaar. We ontdekten dat deze gebeurtenis niet gepaard gaat met een stijging van de welvaart van aandeelhouders van enige betekenis. Integendeel, het lijkt er op dat de markt negatief reageert op de veranderde notering, hoewel het algehele effect vrijwel verwaarloosbaar is. Deze uitkomst is consistent met die van andere internationale studies die evenmin vinden dat de verandering van beursnotering van enige waarde is.

A. Corhay
A. Tourani Rad



Figuur 1. Cumulatieve gemiddelde buitengewone rendementen over de periode van onderzoek

Figuur 2. Gemiddelde buitengewone rendementen tien dagen voor tot tien dagen na de gebeurtenis