

## 1. Woord vooraf

Deze masterproef is tot stand gekomen in het kader van mijn studies handelsingenieur aan de Universiteit Hasselt. Ze maakt een groot deel uit van mijn masteropleiding in de afstudeerrichting accountancy en financiering en vormt het slot van mijn schoolcarrière. Vanuit een sterke interesse voor financiële producten en markten heb ik gekozen voor het onderwerp 'openbare uitgaven van aandelen in België: doelstelling en koersevolutie'.

In de loop van het onderzoek heb ik veel bijgeleerd over zowel inhoudelijke als procesgerelateerde zaken. Tijdens de literatuurstudie heb ik me kunnen verdiepen in de bestaande theorie en onderzoeken van dit specifieke onderzoeksdomein, waarbij ik veel interessante resultaten ben tegengekomen. Daarnaast heb ik meer geleerd over hoe een wetenschappelijk onderzoeksproces opgebouwd is, waar zich moeilijkheden kunnen situeren en hoe ik hiermee moet omgaan. De vaardigheden die hiervoor nodig zijn, heb ik dankzij dit werk verder kunnen ontwikkelen.

Ik wil van deze gelegenheid ook gebruik maken om een woord van dank te richten aan enkele personen. In de eerste plaats wil ik mijn promotor, prof. dr. Vandemaele, bedanken, die me steeds de nodige hulp en feedback heeft geboden bij de uitvoering van mijn onderzoek. Daarnaast wil ik ook Luk Delboo van de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten en Frans Buelens van het Studiecentrum voor Onderneming en Beurs bedanken voor hun hulp bij het verzamelen van de benodigde data voor dit werk. Ten slotte wil ik ook nog mijn ouders bedanken, die me de mogelijkheid hebben geboden deze studies aan te vatten en me steeds ondersteund hebben gedurende de voorbije jaren.



## 2. Samenvatting

Dit onderzoek heeft het koersverloop van een aandeel van een onderneming dat een openbare aandelenuitgifte uitvoert als centraal thema. In de literatuur is vastgesteld dat dergelijke aandelen een negatieve abnormale return op lange termijn opleveren (Loughran & Ritter, 1995). Hiervoor zijn reeds verschillende verklaringen geboden, zoals het gebruik van een incorrect model om deze abnormale returns te berekenen. Er worden dan ook extra variabelen voorgesteld om een verklaring te kunnen bieden voor het koersverloop van een aandeel na een openbare uitgifte. In dit onderzoek zullen we de doelstelling van de uitgifte, zoals deze beschreven staat in de prospectus, gebruiken als verklarende variabele hiervoor. Er wordt eerst nagegaan wat de verschillende doelstellingen kunnen zijn, waarna de invloed ervan op de aandelenkoers op korte en lange termijn wordt onderzocht.

Uit de onderzoeken die al zijn uitgevoerd rond dit thema blijkt dat we zowel op korte als op lange termijn lagere returns kunnen verwachten voor de ondernemingen waarvan de doelstelling vooral gericht is op herkapitalisatie. Deze groep staat tegenover de ondernemingen die in de beschrijving van hun doelstelling focussen op investeringen, we verwachten dat deze aandelen beter presteren dan de eerste groep. Op korte termijn komt dit door de mogelijkheid die de bedrijven in de herkapitalisatiegroep hebben om gebruik te maken van markttiming. Zij kunnen met een aankondiging van een openbare aandelenuitgifte een overwaardering van hun aandeel signaleren naar de markt. De bedrijven in de investeringsgroep hebben minder flexibiliteit in het kiezen van het uitgiftemoment, zodat zij dit signaal niet geven. Op lange termijn komt de lagere verwachte return van de herkapitalisatiegroep voort uit een risicodaling van deze ondernemingen als gevolg van een hogere solvabiliteit. De bedrijven uit de andere groep zullen deze risicodaling niet kennen zodat we hier geen lagere return verwachten.

Onze sample is opgebouwd uit 32 observaties van openbare aandelenuitgiftes die allemaal uitgevoerd zijn door Belgische ondernemingen op de Brusselse beurs. Op deze manier is ons onderzoek volledig gefocust op de Belgische situatie. Voor het deel van deze studie omtrent de korte termijn, onderzoeken we 2 afhankelijke variabelen. De eerste is de aandelenreturn tussen de dag voor de prospectusdatum en de dag erna en de tweede is de aandelenreturn tussen de dag voor de prospectusdatum en de dag voor de uitgifte. Het deel van dit onderzoek rond de lange termijn gebeurt door de cumulatieve abnormale return (CAR) na de aandelenuitgifte te bestuderen. Deze variabele bekijken we op basis van de eerste 12, 24, en 36 maanden na de uitgifte, alsook op basis van de eerste 38-60 maanden erna, afhankelijk van hoe recent de uitgifte is. Bij het berekenen van de abnormale returns maken we gebruik van het capital asset pricing model. Deze variabelen, die de aandelenreturns weergeven, zijn de belangrijkste uit onze dataset naast de variabelen die de doelstelling van de uitgiftes voorstellen. Op basis van onze observaties bleek de verdeling tussen ondernemingen die in hun doelstelling vooral investeringen bespreken enerzijds en ondernemingen die het in de beschrijving van hun doelstelling hebben over herkapitalisatie anderzijds ook de meest relevante in functie van het verdere onderzoek.

Voor elk van de variabelen die de aandelenreturns weergeven, hebben we de resultaten besproken als volgt. Zowel voor de volledige sample als voor 8 verschillende deelgroepen, die gemaakt zijn op basis van de doelstelling, wordt nagegaan of de gemiddelde waarde die deze groepen hebben voor de variabele significant verschilt van 0. Daarnaast wordt ook bekeken of er een significant verschil is tussen het gemiddelde van de ondernemingen uit de 4 herkapitalisatiegroepen en dat van de ondernemingen uit de 4 investeringsgroepen. Op deze manier krijgen we een beeld van zowel de tekens van de returns als de mogelijke verschillen die er zijn op basis van de doelstelling. De resultaten omtrent de return rond prospectus zijn nergens significant. Dit wil zeggen dat er op basis van onze data geen duidelijk verband bestaat tussen de doelstelling van de uitgifte en het koersverloop in de dagen rond de prospectusdatum. Voor de variabele die de return tussen de dag voor prospectusdatum en de dag voor de uitgifte weergeeft, vinden we wel enkele significante resultaten. Bij 2 van de 4 opdelingen zien we dat het verschil in gemiddeld rendement tussen de herkapitalisatiegroep en de investeringsgroep significant negatief is, de gemiddelde return voor de herkapitalisatiegroep is dus significant lager dan die voor de investeringsgroep. Het teken van dit resultaat ligt in de lijn van onze verwachtingen, maar het moment waarop we dit verschil vinden komt niet overeen met onze hypothesen. De resultaten in verband met het lange termijn koersverloop na de uitgifte, voor de CAR over de verschillende periodes, zijn voor het overgrote deel niet significant. Hieruit kunnen we dus geen relatie afleiden tussen de doelstelling van een uitgifte en het koersverloop nadien. We zijn ten slotte ook nagegaan of onze resultaten van dit laatste deel zouden wijzigen door een observatie die mogelijk een vertekend beeld kan geven te laten vallen. Dit heeft echter niet gezorgd voor een grote verandering in de significantie van de resultaten of in de conclusies.

Zoals hierboven gezegd vinden we bij het deel van het onderzoek rond het korte termijn koersverloop enkele significante resultaten in de richting die we in onze hypothesen vooropgesteld hadden. Dit zou er dus op kunnen wijzen dat ondernemingen die focussen op herkapitalisatie in hun doelstelling een negatievere reactie ondervinden op de aankondiging van dit nieuws dan ondernemingen met vooral investeringsdoelstellingen omdat de markt als gevolg van het markttiming argument uitgaat van een overwaardering van het aandeel bij de eerste groep. We vinden dit resultaat echter niet rond de prospectusdatum, maar in de periode tussen de prospectusdatum en de uitgifte. Een mogelijke reden hiervoor zou kunnen zijn dat de datum van goedkeuring van de prospectus niet hetzelfde moment is dat deze ook openbaar wordt gemaakt en dat de informatie die hierin vervat zit de markt bereikt. Als dit slechts enkele dagen later zou gebeuren kunnen we hiermee verklaren waarom we de significante verschillen enkel bij de return prospectus-uitgifte vinden. Bij het deel van het onderzoek omtrent het lange termijn koersverloop na een openbare aandelenuitgifte komen de resultaten niet overeen met onze hypothesen. Een mogelijke verklaring hiervoor vinden we in de resultaten van Walker & Yost (2008). Deze auteurs zien in hun data dat ondernemingen na de uitgifte niet alleen een groter eigen vermogen hebben, maar ook hun lange termijn schulden verhogen. Dit gebeurt zelfs wanneer de doelstelling van de uitgifte het afbetalen van schulden was. Als dit fenomeen zich ook in onze sample zou voordoen, betekent dit dat de redenering die tot onze hypothesen heeft geleid niet correct is, aangezien er dan bij geen van beide groepen sprake zal zijn van een hogere solvabiliteit.

### 3. Inhoudsopgave

1. Woord vooraf .....	1
2. Samenvatting.....	3
3. Inhoudsopgave .....	5
4. Inleiding .....	7
5. Theoretisch kader.....	9
5.1. Literatuurstudie.....	9
5.2. Hypotheses .....	15
6. Beschrijving data .....	17
6.1. Dataverzameling.....	17
6.2. Dataconstructie .....	19
6.3. Beschrijving dataset .....	20
7. Methodologie .....	29
8. Onderverdeling doelstelling .....	31
9. Bespreking resultaten.....	41
9.1. Korte termijn koersevolutie .....	41
9.2. Lange termijn koersevolutie.....	45
10. Conclusie .....	55
11. Referenties .....	59
12. Bijlagen .....	63



## 4. Inleiding

Het onderzoek dat we zullen beschrijven in dit werk situeert zich in het domein van de bedrijfsfinanciering. Er is al een heel groot aantal studies uitgevoerd binnen dit onderzoeksdomein om meer te weten te komen over de manieren waarop ondernemingen financiële middelen genereren en waarom ze dit op een bepaalde wijze doen. In de loop van de geschiedenis heeft het huidige systeem zich ontwikkeld waarbij grote bedrijven meestal gefinancierd zijn met een mix van eigen vermogen en schulden. Het is mogelijk om deze middelen via private investeerders op te halen, maar ook de mogelijkheid om op het publieke spaargeld beroep te doen bestaat. In dit onderzoek zullen we dieper ingaan op publieke financiering met nieuw eigen vermogen, via openbare uitgiftes van aandelen. De personen die besluiten om op een dergelijke uitgifte in te tekenen, zullen uiteraard geïnteresseerd zijn in de returns die deze investering hen zal opleveren. De auteurs Loughran & Ritter onderzoeken in hun studie uit 1995 of de opbrengsten van aandelen na een openbare uitgifte verschillen van deze wanneer er geen uitgifte zou plaatsvinden. De resultaten wezen uit dat de returns van aandelen na een uitgifte lager waren dan deze van gelijkaardige aandelen waarbij deze actie niet had plaatsgevonden. Sindsdien zijn er al verschillende onderzoekers geweest die dit fenomeen verder hebben onderzocht en verschillende variabelen hebben aangehaald die hier een verklaring voor zouden kunnen bieden of hiermee in verband staan. Het aantal studies hierover op de Belgische markt is eerder beperkt. Daarom is het interessant om te onderzoeken of resultaten die voortkomen uit buitenlandse data ook gelden voor Belgische ondernemingen die deze financieringsvorm gebruiken.

De verklarende variabele waar we op willen focussen is de doelstelling van de uitgifte. Deze bevat namelijk belangrijke informatie over hoe het bedrijf in de toekomst zal veranderen en het lijkt aannemelijk dat deze een invloed kan uitoefenen op de aandelenopbrengsten rond en na een openbare uitgifte. Het probleem dat we hier willen onderzoeken is dus samen te vatten in de volgende kernvraag:

- Wat is de invloed van de doelstelling van de uitgifte op de aandelenkoers bij een openbare uitgifte van aandelen?

Aangezien deze vraag nog heel ruim beantwoord kan worden, zullen we via de volgende deelvragen specifieker aangeven welke aspecten hiervan precies bestudeerd zullen worden. Het is de bedoeling meer inzicht te krijgen in het verband tussen de variabele 'doelstelling van de uitgifte' en het koersverloop van het aandeel in enkele specifieke periodes voor en na de publieke uitgifte. Hiervoor zullen we dit onderzoek opbouwen volgens de volgende 3 deelvragen:

- Wat zijn de verschillende soorten doelstellingen van een publieke uitgifte van aandelen?
- Wat is de invloed van de doelstelling op het koersverloop in de periode van de aankondiging van een publieke uitgifte van aandelen tot aan de uitgifte zelf?
- Is er sprake van negatieve abnormale return op lange termijn na een publieke uitgifte van aandelen en hangt deze af van de doelstelling ervan?

Meer inzicht krijgen in de relatie tussen de doelstelling van de publieke uitgifte van aandelen en het koersverloop voor en na deze uitgifte is om te beginnen nuttig voor ondernemingen die nieuwe aandelen willen uitgeven. Als zij weten welk type doelstelling over het algemeen positief onthaald wordt en welk type niet, kunnen zij hiermee rekening houden bij het nemen van de financieringsbeslissing. Stel dat een bedrijf bijvoorbeeld aandelen wil uitgeven om een overname te financieren, terwijl een dergelijk doel in de Belgische markt meestal een negatief effect op de aandelenkoers tot op het moment van de uitgifte zou hebben. Dan kan de kost van de uitgifte voor de onderneming veel hoger worden dan wanneer ze de aandelen zou kunnen uitgeven terwijl de koers hoger blijft. Dergelijke informatie kan helpen om betere beslissingen te nemen in verband met de financiering van een project. Ook voor eventuele investeerders is beter inzicht in deze relatie relevant bij het nemen van hun beslissingen. Deze informatie maakt het mogelijk om een betere inschatting te maken over de verwachte return van hun investering bij een openbare uitgifte van aandelen. Het is voor de academische wereld ten slotte ook belangrijk om de marktreacties op bepaalde gebeurtenissen beter te leren kennen en te begrijpen welke relaties er spelen bij de waardering van een bepaald aandeel. Dit kan bijdragen aan de opbouw van het theoretisch kader in verband met de bewegingen in de aandelenmarkt.

Na deze inleiding zullen we verder gaan met een literatuurstudie die bespreekt wat de resultaten zijn van de onderzoeken die reeds gevoerd zijn binnen dit domein en omtrent openbare aandelenuitgiftes. Deze bespreking zal ons helpen om het bestaande theoretisch kader te schetsen van waaruit we ons onderzoek zullen voeren en onze hypothesen zullen opstellen. Daarna zullen we een beschrijving geven van hoe we onze data verzameld en bewerkt hebben en hoe onze dataset eruit ziet. In dit deel zullen ook beschrijvende statistieken van de verschillende variabelen die we gebruiken weergegeven worden. Dan zal verder gegaan worden met meer uitleg over de methodologie volgens dewelke we gewerkt hebben. Het daaropvolgende deel van deze tekst zal een antwoord bieden op de eerste deelvraag van ons onderzoek, namelijk wat de verschillende soorten doelstellingen van een aandelenuitgifte zijn. In het voorlaatste deel van dit werk zullen we vervolgens de resultaten omtrent de tweede en de derde deelvraag bespreken, waarna we afsluiten met onze conclusies op basis van de gevonden resultaten.



## 5. Theoretisch kader

### 5.1. Literatuurstudie

De financiering van ondernemingen is een heel uitgebreid onderzoeksdomein waarvan verschillende aspecten bestudeerd kunnen worden. Een theorie die aan de basis van vele verdere studies ligt is deze van Modigliani & Miller (1958). Zij stellen dat in een economie waarin een perfecte kapitaalmarkt (belastingen, faillissementskosten, agencykosten, asymmetrische informatie etc. worden genegeerd) en een efficiënte marktwerking bestaan, de waarde van een onderneming niet afhangt van de wijze waarop deze gefinancierd wordt. Door het systematisch loslaten van deze assumpties is het trade-off model (Kraus & Litzenberger, 1973) ontstaan. Dit model zegt dat de kapitaalstructuur van een onderneming het gevolg is van een afweging van de kosten en baten van extra schuldfinanciering ten opzichte van financiering via eigen vermogen. De optimale structuur is dus degene die de waarde van de onderneming maximaliseert. Hiernaast bestaat ook de pecking order theorie (Myers & Majluf, 1984). Dit model stelt dat ondernemingen nieuwe investeringen het liefst met intern gegenereerde cashflows zullen financieren, hierna naar schuldfinanciering zullen zoeken en slechts als dit niet kan de investering met nieuw eigen vermogen zullen financieren. Walker & Yost (2008) merken in hun onderzoek op dat de schuldgraad voor en na een openbare uitgifte van nieuwe aandelen gelijkaardig blijft. Dit komt omdat er voor grote investeringen meestal niet gekozen wordt tussen financiering via schulden of via eigen vermogen, maar beide bronnen gezamenlijk gebruikt worden. Dit resultaat kan gezien worden als een ondersteuning van het trade-off model, waarbij een optimale schuldgraad nagestreefd wordt.

Meer recent onderzochten Gomes & Phillips (2012) naast de keuze tussen schulden en eigen vermogen ook het belang van de keuze tussen private en publieke financiering. Zij toonden aan dat asymmetrische informatie een belangrijke rol speelt in de keuze tussen de verschillende financieringsvormen. Hoe meer asymmetrische informatie er bestaat tussen de managers en de investeerders van het bedrijf, hoe groter de kans is dat het bedrijf zich zal wenden tot de private markt. In dit onderzoek zal gefocust worden op ondernemingen die de keuze maken voor een financiering met eigen vermogen via de publieke markt. Meer bepaald zal een sample van openbare uitgiftes van aandelen in België onderzocht worden.

In de wetenschappelijke literatuur is al veel geschreven over de gevolgen van een publieke uitgifte van aandelen. Volgens Loughran & Ritter (1995) is er sprake van een 'new issues puzzle'. Intekenen op een publieke uitgifte is volgens hun onderzoek een slechte investering, aangezien deze aandelen op lange termijn slechtere returns opleveren dan de aandelen van andere, gelijkaardige bedrijven. Dit resultaat wordt bevestigd door onder andere Spiess & Affleck-Graves (1995), Alti & Sulaeman (2012) en Bayless & Jay (2008). Een mogelijke verklaring die hiervoor gegeven wordt, is het adverse selection probleem. Managers die de beslissing nemen aandelen uit te geven zullen dit proberen te doen wanneer hun aandelen relatief hoog gewaardeerd zijn, en dit zeker niet doen wanneer de aandelen ondergewaardeerd zijn (Baker & Wurgler, 2002). Als er sprake is van een lagere lange termijn return betekent dit dat er vanuit gegaan wordt dat deze

hoge waardering slechts geleidelijk aan gecorrigeerd wordt. De markt zal hier tijd voor nodig hebben en pas door latere informatie de koers volledig corrigeren.

Het onderzoek van Brav et al. (2000) veronderstelt dat de negatieve abnormale returns die gevonden worden na een openbare aandelenuitgifte het gevolg zijn van een verkeerd onderzoeksmodel. Voor het berekenen van een abnormale return moet worden vastgesteld wat voor een bepaald bedrijf de normale return zou zijn. Hiervoor wordt in verschillende onderzoeken een portfolio van gelijkaardige ondernemingen opgesteld die geen aandelen hebben uitgegeven, en gekeken wat hier de gemiddelde return is. Deze ondernemingen zijn gelijkaardig op basis van enkele karakteristieken zoals bijvoorbeeld grootte en book-to-market ratio. Er zijn naast de gebruikte karakteristieken echter nog vele andere eigenschappen die het profiel van een onderneming en dus ook zijn verwachte return bepalen. Het feit dat hier geen rekening mee gehouden wordt, verklaart volgens deze auteurs waarom er een abnormale return waargenomen wordt. Daarnaast wordt ook in de onderzoeken van onder andere Barber & Lyon (1997) en Bayless & Jay (2003) besproken wat de beste manier is om de abnormale return na een uitgifte correct te berekenen. Barber & Lyon (1997) stellen bijvoorbeeld dat abnormale returns gemeten zouden moeten worden aan de hand van het verschil tussen de buy-and-hold return van een bedrijf dat aandelen heeft uitgegeven en deze return van een controlebedrijf van gelijkaardige grootte en book-to-market ratio. Zoals hierboven vermeld spreken bepaalde andere onderzoekers dit tegen. In het onderzoek van Bayless & Jay (2003) wordt het koersverloop van de ondernemingen die een openbare aandelenuitgifte uitvoeren ook vroeger dan 1 jaar voor de uitgifte en later dan 5 jaar na de uitgifte onderzocht ten opzichte van gelijkaardige bedrijven. Op deze manier trachten de auteurs verwarring tussen prestatieverschillen door uitgifte-effecten en prestatieverschillen door een foute vergelijkingsbasis te vermijden. Ze concluderen in dit artikel dat de negatieve abnormale returns niet enkel door een foute vergelijkingsbasis met andere bedrijven gevonden worden. In een eerder artikel gebruiken Bayless & Jay (2001) de koersevolutie van dezelfde onderneming in een andere tijdsperiode, na aanpassing voor de marktomstandigheden, als vergelijkingsbasis om de abnormale return na een uitgifte te berekenen. In de periode na de uitgifte vinden ze een slechtere return dan in andere periodes, wat kan gezien worden als een ondersteuning van de hypothese dat uitgiftes gebeuren als de aandelen overgewaardeerd zijn. Allen & Soucik (2008) onderzoeken het koersverloop na een uitgifte van nieuwe aandelen over meer dan 5 jaar na de uitgifte. Zij stellen een negatieve abnormale return vast in de eerste 5 jaar na de uitgifte, maar de jaren erna vinden ze een positieve abnormale return. Vanaf 8 jaar na de uitgifte is er volgens dit onderzoek geen verschil meer in cumulatieve aandelenprestaties tussen bedrijven die aandelen uitgaven en gelijkaardige bedrijven die dit niet deden.

In voorgaande onderzoeken over de koersevolutie van een aandeel als gevolg van een publieke uitgifte van aandelen zijn al verschillende variabelen voorgesteld om een verklaring te bieden voor dit koersverloop. Een veel gebruikt model om aandelenreturns te verklaren is het drie factor model van Fama & French (1993). Hier worden de grootte van de onderneming, de book-to-market ratio en een variabele die de algemene marktreturn weergeeft gebruikt als verklarende factoren. Deze variabelen zouden een goede weergave zijn van de risicograad van de ondernemingen. Brav et al. (2000) stellen dat het toevoegen van een factor die het momentum van een aandeel weergeeft

nodig is om de returns te verklaren van aandelen na een nieuwe openbare uitgifte van reeds beursgenoteerde ondernemingen. In het onderzoek van Lee (1997) wordt bestudeerd of het groeipotentieel van een onderneming het koersverloop na een uitgifte beter kan verklaren. Deze auteur vindt een negatief verband tussen de groeimogelijkheden en het koersverloop, de negatieve abnormale returns worden groter naarmate een onderneming meer groeipotentieel heeft. Alti & Sulaeman (2012) gebruiken de variabele 'institutionele vraag naar het aandeel' om het koersverloop na aankondiging van een publieke aandelenuitgifte mee te helpen verklaren. Deze variabele wordt gebruikt omdat de markt veronderstelt dat deze vraag van goed geïnformeerde investeerders komt. Het is dus vooral de informatie die de institutionele vraag bevat die de markt ertoe aanzet het aandeel op een bepaalde manier te waarderen. Ook in het onderzoek van Chemmanur et al. (2009) wordt deze variabele onderzocht in het kader van publieke aandelenuitgiftes. Hier wordt bevestigd dat institutionele beleggers over private informatie beschikken en dat deze informatie tot uiting komt in hun transacties. Ze lijken in staat om de betere uitgiftes te identificeren aangezien ze een groter aandeel nemen in uitgiftes die beter presteren dan gemiddeld. Daarnaast is er ook positief verband tussen institutionele netto aankopen van aandelen voor een uitgifte, de grootte van de participatie die ze nemen in de uitgifte, de relatieve hoogte van de uitgifteprijs ten opzichte van de beurskoers en de institutionele netto aankopen van aandelen na de uitgifte. Dit verband versterkt het beeld dat institutionele beleggers over meer informatie beschikken en dat deze informatie weerspiegeld wordt in hun transacties.

Eckbo et al. (2000) geven aan dat een uitgifte van nieuwe aandelen het systematisch risico van een onderneming verlaagt aangezien het nieuwe kapitaal zorgt voor een hogere solvabiliteit. Omdat hier meestal geen rekening mee gehouden wordt bij het bepalen van de abnormale return, zal een onderneming die aandelen heeft uitgegeven een lager risico en dus een lagere verwachte return hebben dan de return waarmee vergeleken wordt. Dit verschil in returns wordt dan fout geïnterpreteerd als een abnormale return. Ook Bayless & Jay (2008) nemen een verlaging van het systematisch risico waar bij ondernemingen die nieuwe aandelen uitgeven. Zij vinden echter dat dit enkel voor kleine bedrijven in de periode na de uitgifte gebeurt, en gebruiken de verklaring van Eckbo et al. (2000) dus alleen voor de slechtere return van deze groep. Een recente studie van Lin & Wu (2013) onderzoekt of de aandelenliquiditeit kan bijdragen aan het verklaren van de returns na een aandelenuitgifte. Er wordt gebruik gemaakt van het liquidity-augmented capital asset pricing model (LCAPM). Het CAPM, dat een functie is van het systematisch risico van het marktportfolio, wordt hier aangevuld met een factor die het liquiditeitsrisico mee opneemt. Zij vinden dat het liquiditeitsrisico van bedrijven na een aandelenuitgifte lager wordt, en er op deze manier een verschil in risicoprofiel tussen deze bedrijven en hun vergelijkbare bedrijven ontstaat. Met het model van deze auteurs kunnen de returns na een aandelenuitgifte verklaard worden. Bilinski et al. (2012) vonden in hun onderzoek dezelfde resultaten. Met het LCAPM konden ook zij het koersverloop van de aandelen na een publieke uitgifte verklaren. Volgens hen verkleint het probleem van asymmetrische informatie aangezien veel meer analisten het aandeel zullen opvolgen na een aandelenuitgifte. De markt krijgt ook extra informatie door het groter aantal institutionele beleggers die het aandeel bezitten na een uitgifte. Hierboven is al aangegeven dat de posities van deze beter geïnformeerde beleggers een belangrijk signaal geven. Deze vermindering in asymmetrische informatie zorgt ervoor dat er meer gehandeld zal worden in het aandeel. De

liquiditeit ervan zal dus stijgen waardoor het liquiditeitsrisico zal dalen. De negatieve abnormale returns die vastgesteld worden op lange termijn zijn volgens bepaalde recentere onderzoeken dus het gevolg van een slechte overeenkomst op vlak van risico tussen de bedrijven die een uitgifte doen en de bedrijven die dit niet doen waarmee hun returns vergeleken worden.

De doelstelling van een aandelenuitgifte zal mee bepalen hoe het risicoprofiel van een onderneming evolueert na de uitgifte. Afhankelijk van de aanwending van de opbrengsten van de uitgifte zal het risico kunnen wijzigen. Zoals we reeds vermeld hebben in de inleiding, is het de bedoeling van dit onderzoek om na te gaan of het opnemen van een variabele die deze informatie bevat, kan bijdragen tot het verklaren van de returns na een publieke aandelenuitgifte. Het doel is met andere woorden om meer inzicht te krijgen in de koersevolutie van een aandeel na een publieke uitgifte van aandelen in functie van de doelstelling van de uitgifte. Ondernemingen die nieuw kapitaal nodig hebben om bepaalde investeringen te financieren in een markt met een relatief laag risico zullen het algemeen risico van hun onderneming zien dalen en dit zal de hypothese ondersteunen dat dit de reden is van de lagere returns na de uitgifte. Ook wanneer een nieuwe uitgifte plaatsvindt met als doel de passivastructuur te wijzigen en de solvabiliteit van de onderneming te versterken, zal dit ondersteunend zijn voor de hypothese dat een lagere return van de aandelen na uitgifte veroorzaakt wordt door een daling van het risico van de onderneming. Wanneer de opbrengst van de uitgifte echter gebruikt zal worden voor relatief risicovolle investeringen waardoor het systematisch risico van de onderneming niet zal dalen verwachten we volgens deze hypothese geen daling van de verwachte aandelenreturns na de nieuwe uitgifte. Meer algemeen zal de doelstelling van een aandelenuitgifte informatie over de waarde van een onderneming en de toekomstige activiteiten die deze waarde zullen beïnvloeden bevatten. De impact hiervan op de marktwaardering van de onderneming kan op deze manier ook bestudeerd worden. In het onderzoek van Autore et al. (2009) wordt deze relatie onderzocht. De auteurs hebben de geplande aanwending van de opbrengsten in 3 categorieën verdeeld, namelijk investeringen, herkapitalisatie en algemene bedrijfsdoeleinden. Een gelijkaardige verdeling vinden we ook terug in het onderzoek van Walker & Yost (2008). Zij maken een onderscheid tussen investeringen, schuldvermindering en algemene bedrijfsdoeleinden. Er bleek een duidelijk verschil in lange termijn verloop van de aandelenkoers naargelang de categorie waarin een uitgifte zich bevond. Bij bedrijven die 1 van de laatste 2 categorieën als doelstelling hadden, werden er negatieve abnormale returns gevonden over de 3 jaar na de uitgifte. De ondernemingen die de opbrengsten voor investeringsdoeleinden nodig hadden, vertoonden deze abnormale returns in veel mindere mate of niet. Deze resultaten bevestigen de verwachtingen die hierboven in deze alinea beschreven werden. De auteurs vermelden wel dat hun resultaten verschillen met deze van Jeanneret (2005), die een gelijkaardig onderzoek uitvoerde met gegevens uit Frankrijk. Het is ook belangrijk te benadrukken dat er een verschil is tussen gebruik maken van de geplande aanwending van de opbrengsten zoals hier gebeurd is en het werkelijke gebruik van de opgehaalde middelen. De eerste manier maakt gebruik van gegevens die op voorhand publiek beschikbaar zijn, terwijl de laatste gebruik maakt van informatie die pas later bekend wordt. Het onderzoek van Lyandres et al. (2008) geeft gelijkaardige resultaten als dat van Autore et al. (2009), maar zij werken wel met het werkelijke gebruik van de middelen. Zij ondervinden namelijk dat het opnemen van een investeringsfactor in hun model de aandelenkoers na een publieke aandelenuitgifte beter helpt te verklaren.

Naast de koersevolutie op lange termijn is er ook onderzoek verricht naar de onmiddellijke reactie van de aandelenkoers op de aankondiging van een openbare uitgifte van aandelen. Alti & Sulaeman (2012) en Lin & Wu (2013) nemen een koersdaling meteen na de aankondiging waar. Dit ondersteunt de theorie van markttiming (Baker & Wurgler, 2002), die zegt dat bedrijven hun uitgiftes zullen timen op een moment dat de aandelen overgewaardeerd zijn. Ook Spiess & Affleck-Graves (1995) en Autore & Kovacs (2010) geven aan dat een openbare aandelenuitgifte er vaak komt na een recente stijging in de aandelenprijs. Spiess & Affleck-Graves (1995) spreken uitdrukkelijk van een overwaardering en aangezien beleggers deze informatie ook hebben, kan dit ervoor zorgen dat de marktreactie op de aankondiging van een uitgifte een bijstelling van de koers naar beneden is. Deze koersdaling is met andere woorden het gevolg van het geloof van de markt dat bedrijven hun aandelen proberen uit te geven op momenten dat ze overgewaardeerd zijn. We zullen testen of de data van de Belgische markt gelijkaardige resultaten geeft in verband met de koersdaling bij aankondiging zoals in deze eerdere onderzoeken. Dit adverse selection probleem wordt veroorzaakt door de aanwezigheid van asymmetrische informatie, aangezien de onderneming zelf over meer informatie omtrent zijn waarde beschikt dan de investeerders. Het onderzoek van Lin & Wu (2013) bespreekt het verband tussen het liquiditeitsrisico van de aandelen en de grootte van de koersdaling meteen na de aankondiging. Aandelen die een hoger liquiditeitsrisico hebben voor de aankondiging van de uitgifte zullen volgens dit onderzoek over het algemeen een grotere koersdaling kennen dan wanneer dit risico lager was voor de aankondiging. Walker & Yost (2008) vinden in hun data dat de marktreactie op de aankondiging van een aandelenuitgifte minder negatief is wanneer de onderneming specifieke plannen vermeldt voor de opgehaalde middelen dan wanneer ze een vage omschrijving voor het gebruik ervan geeft. Dit onderstreept het belang van asymmetrische informatie, aangezien een duidelijke beschrijving van de aanwending van de opbrengst de informatiekloof tussen managers en investeerders verkleint. Ook toont dit aan dat de doelstelling van de uitgifte een relevante variabele kan zijn om de koersreactie op de aankondiging ervan te verklaren. De hypothese die onderzocht wordt in het onderzoek van Lee (1997) stelt dat een aandelenuitgifte bij bedrijven met weinig groeimogelijkheden eerder een overwaardering van de aandelen signaleert, waar een uitgifte van een groeiend bedrijf goede investeringsmogelijkheden kan signaleren. De verwachting is dus dat deze laatste categorie geen koersdaling bij de aankondiging van een uitgifte zal vertonen. De resultaten hebben dit niet kunnen aantonen, want er werd bij beide groepen een koersdaling vastgesteld. Ondernemingen met veel groeipotentieel kennen wel een minder negatieve reactie dan ondernemingen met minder groeimogelijkheden.

Voor bedrijven is de koers op het moment van uitgifte echter belangrijker dan de koers meteen na de aankondiging ervan. Alti & Sulaeman (2012) vinden een specifiek verband tussen de institutionele vraag naar een aandeel in het kwartaal voor de aankondiging en de koersevolutie in de periode kort na de aankondiging van de uitgifte. Zij stellen een koersdaling vast meteen na de aankondiging, maar voor aandelen waarnaar een hoge institutionele vraag is, zien ze een herstel naar de oorspronkelijke koers in de periode van 60 handelsdagen na de aankondiging. Dit zorgt ervoor dat deze ondernemingen de uitgifteprijs van hun aandelen relatief hoger kunnen zetten dan bij uitgiftes van aandelen die een lage institutionele vraag kennen en dit koersherstel niet hebben. Dit verschil kan ontstaan omdat de institutionele vraag van het kwartaal voor de aankondiging

slechts na de aankondiging bekend wordt gemaakt, maar de onderzoekers vinden gelijkaardige resultaten wanneer ze enkel aankondigingen onderzoeken die gebeurd zijn na de bekendmaking van de institutionele vraag, dus wanneer deze informatie al bekend was. Een andere mogelijke verklaring die gegeven wordt, is dat de markt bij de initiële koersdaling overdreven reageert en later positief verrast is wanneer de hoge institutionele vraag aanhoudt. De onderzoekers vinden dat deze hoge vraag meestal aanhoudt omdat bedrijven die signalen krijgen dat dit zo zal zijn meer geneigd zijn aandelen uit te geven, maar deze informatie wordt pas later algemeen bekend. Aangezien alle informatie omtrent de doelstelling normaal gezien bekend gemaakt wordt in de prospectus, verwachten we dat de doelstelling geen invloed heeft op de koersevolutie in de periode tussen de aankondiging en de uitgifte, de reactie op deze informatie zou meteen na de prospectusdatum al in de koers vervat moeten zitten.

Om inzicht te kunnen krijgen in de invloed die de doelstelling van de uitgifte uitoefent op het koersverloop van het aandeel rond de aankondiging en vanaf de aankondiging van de aandelenuitgifte tot aan het moment van de uitgifte zelf, zal het nodig zijn een relevante verdeling van de verschillende doelstellingen van een aandelenuitgifte te hebben. De vraag welk type doelstellingen als positieve en welk type doelstellingen als negatieve informatie onthaald wordt, zullen we dus proberen te beantwoorden. Aangezien het niet altijd duidelijk is wanneer de informatie over de doelstelling van een nieuwe uitgifte precies bekend wordt voor de markt, zullen we het effect van de doelstelling op de koersevolutie in deze periode onderzoeken aan de hand van het verschil tussen de aandelenkoers net voor de datum van goedkeuring van de prospectus en de koers net hierna of de koers op het moment net voor de uitgifte zelf. Er wordt dus aangenomen dat de informatie over de doelstelling van de uitgifte op de datum van prospectus bekend wordt. We kunnen verwachten dat de koersdaling bij de aankondiging van de uitgifte en dus het verschil tussen de aandelenkoers voor de aankondiging en die bij de uitgifte zelf groter is als er sprake is van een financiële doelstelling zoals een schuldvermindering. Aangezien er bij dit type doelstelling meer flexibiliteit is in het kiezen van een geschikt moment voor de uitgifte dan bij een meer operationele doelstelling zoals nieuwe investeringen waarbij het kapitaal op tijd beschikbaar moet zijn, zal markttiming hier sterker kunnen spelen en dus een grotere negatieve marktreactie veroorzaken.

De bovenstaande bespreking is vooral gebaseerd op onderzoeken die gewerkt hebben met data uit de Verenigde Staten. Aangezien het de bedoeling is om in dit onderzoek te werken met observaties uit België is het belangrijk om hiermee rekening te houden. De resultaten die gevonden worden kunnen verschillen van land tot land. Allen & Soucik (2008) hebben openbare aandelenuitgiftes uit Australië onderzocht. Hun resultaten ondersteunen de meeste resultaten van onderzoeken uit de Verenigde Staten, ze vinden namelijk een negatieve abnormale return over de eerste 5 jaar na een openbare uitgifte. Deze markten zijn echter met elkaar te vergelijken. De eigenschappen van de markt kunnen mee bepalend zijn voor het al dan niet observeren van een negatieve abnormale return na een openbare aandelenuitgifte. Het onderzoek van Mathew (2002) vindt bijvoorbeeld slechtere prestaties na een uitgifte in Japan en Hong Kong, maar bij Koreaanse uitgiftes worden geen abnormale returns gevonden. Een mogelijke reden hiervoor is dat het argument dat managers nieuwe aandelen uitgeven op het moment dat aandelen overgewaardeerd zijn hier niet

toepasbaar is. De Koreaanse markt is sterker gereguleerd door de overheid en de mogelijkheden van managers om vrij te kiezen wanneer ze voor welke financieringsvorm kiezen zijn hier beperkter. Er is dus een kleinere kans dat een aandelenuitgifte het gevolg is van een overwaardering van de onderneming. Dhatt et al. (1996) stellen zelfs een positieve impact op de aandelenprijs vast bij Koreaanse uitgiftes van inschrijvingsrechten. Een mogelijke uitleg die hier gegeven wordt, is dat grote aandeelhouders meestal inschrijven op een kapitaalverhoging, waardoor een uitgifte dus geen teken van overwaardering zou kunnen zijn. Verder hebben Koreaanse bedrijven over het algemeen een hoge schuldgraad. Een verlaging hierin kan in deze markt dus positiever onthaald worden dan in andere landen. Deze marktspecifieke eigenschappen kunnen dus ook hun invloed hebben op de relaties die we willen onderzoeken. Daarnaast onderzoeken Farinos et al. (2007) een sample van Spaanse openbare aandelenuitgiftes. Hier worden enkel bij kleine en middelgrote bedrijven negatieve abnormale returns gevonden voor het jaar na de uitgifte. De resultaten van dit onderzoek ondersteunen de hypothese dat er transactiekosten zijn die arbitrageurs hinderen zodat niet dadelijk alle informatie in de aandelenprijs vervat zit. Bij een vergelijking met andere onderzoeken over het verband tussen transactie- en holdingkosten en abnormale returns zien we dat de resultaten sterk verschillen. Dit toont echter wel het mogelijk belang aan van een verschil in arbitragekosten tussen verschillende landen. Met dergelijke internationale verschillen zullen we eventueel rekening moeten houden bij het interpreteren van onze resultaten.

## 5.2. Hypotheses

Uit het voorgaande literatuuroverzicht blijkt dat we vooral een verschil kunnen verwachten tussen de aandelenreturns bij de uitgiftes waarvan de doelstelling investeren is en deze bij de uitgiftes waarvan de doelstelling herkapitalisatie is. Later in deze tekst zal blijken dat dit ook voor onze sample het belangrijkste onderscheid zal zijn. De observaties zullen op verschillende manieren opgedeeld worden in 2 groepen op basis van dit onderscheid, waarbij de groep die een meer investeringsgerichte doelstelling heeft aangeduid zal worden als de A-groep en de groep die meer op herkapitalisatie focust in de doelstelling zal aangeduid worden als de B-groep. Voor het korte termijn koersverloop verwachten we het volgende.

- De B-groepen zullen gemiddeld een significant negatieve koersreactie hebben rond de prospectusdatum, terwijl dit bij de A-groepen niet zo zal zijn.
- Het verschil tussen de gemiddelden van de B- en de A-groepen voor deze variabele zal significant negatief zijn.
- Voor de returns in de periode tussen de prospectusdatum en de uitgifte zullen geen andere verschillen gevonden worden tussen de gemiddelden van de B- en de A-groepen dan voor de koersreactie rond de prospectusdatum.

De eerste hypothese volgt uit het feit dat de ondernemingen in de A-groepen minder kans zullen hebben om gebruik te maken van markttiming, aangezien zij de financiële middelen op een specifiek moment zullen nodig hebben om hun investeringen te kunnen uitvoeren. De ondernemingen in de B-groepen zullen over meer flexibiliteit omtrent de timing van de uitgifte beschikken, waardoor de markt zal uitgaan van een overwaardering van de aandelen en de koers zal dalen. De tweede hypothese volgt logisch uit de eerste. De derde hypothese is het gevolg van

het feit dat er geen nieuwe informatie over de doelstelling meer bekend zal worden na de prospectusdatum en voor de uitgifte, zodat de verschillen tussen de groepen niet meer zullen wijzigen in deze periode. Voor het deel van het onderzoek over het koersverloop op lange termijn na een uitgifte stellen we de volgende hypothesen voorop.

- De B-groepen zullen gemiddeld een significant negatieve cumulatieve abnormale return hebben, terwijl dit bij de A-groepen niet zo zal zijn.
- Het verschil tussen de gemiddelden van de B- en de A-groepen voor deze variabele zal significant negatief zijn.

De verwachting dat we bij de B-groepen een significant negatieve CAR zullen vinden, volgt uit de verwachte verandering in het risicoprofiel van die ondernemingen. Door het versterken van de kapitaalstructuur zal de solvabiliteit van deze ondernemingen hoger worden en zal hun risico dus dalen. Het lagere risico vertaalt zich in een lagere verwachte return na de uitgifte dan voor de uitgifte en aangezien de abnormale returns berekend worden op basis van een vergelijking van de gerealiseerde return na de uitgifte met de verwachte return van voor de uitgifte zal hieruit een negatieve CAR volgen. De precieze berekeningwijze van deze variabele bespreken we later uitgebreid. De ondernemingen uit de A-groepen kennen deze risicodaling niet, dus hiervoor verwachten we geen negatieve CAR. De laatste hypothese volgt uiteraard ook uit de voorgaande uitleg.



## 6. Beschrijving data

### 6.1. Dataverzameling

Met het oog op de opbouw van de dataset was het nodig de verschillende openbare aandelenuitgiftes te identificeren die in aanmerking komen voor dit onderzoek. Hiervoor hebben we in eerste instantie via de website van de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten (FSMA) de lijst met de door de FSMA goedgekeurde prospectussen doorzocht en hieruit de verschillende openbare uitgiftes van aandelen opgelijst. Aangezien hier enkel de meest recente prospectussen beschikbaar zijn, is er ook gezocht naar oudere uitgiftes in de papieren verzameling prospectussen van de FSMA die ingekeken kon worden in hun kantoorgebouw in Brussel. Het resultaat na dit opzoekwerk was een lijst van 48 openbare aandelenuitgiftes, deze wordt weergegeven in Tabel 16 in de bijlage. Bij elk van deze uitgiftes werd ook meteen de datum van goedkeuring van de prospectus en een korte beschrijving van de beoogde doelstelling van de uitgifte zoals beschreven in de prospectus verzameld. Er is voor gekozen om enkel te werken met uitgiftes van Belgische bedrijven op Euronext Brussels omdat het de bedoeling is om specifiek de Belgische situatie te onderzoeken. Aangezien 6 observaties niet voldoen aan deze beschrijving, vallen deze weg uit de oorspronkelijke sample. Daarnaast voert het bedrijf Zenitel een openbare aandelenuitgifte uit binnen de 3 jaar na een voorgaande openbare uitgifte. Om te voorkomen dat een mogelijk lange termijn effect van de eerste uitgifte op de aandelenkoers na de tweede uitgifte de resultaten beïnvloedt, zullen beide observaties uit de definitieve sample gehouden worden. Verder is er ook een prospectus waarin helemaal geen doelstelling voor de opgehaalde middelen beschreven wordt, deze uitgifte zullen we dus ook verder niet gebruiken. Ten slotte lijkt de uitgifte van Agfa-gevaert uit 2001 enkel bedoeld om bestaande aandelen te verkopen en worden er geen nieuwe middelen voor de onderneming opgehaald hier. Deze uitgifte hoort niet thuis in onze sample aangezien het hier niet gaat om een kapitaalverhoging en er dus ook geen doelstelling voor het gebruik van de extra financiële middelen kan gegeven worden. Na het weglaten van al deze observaties houden we dus nog een sample van 38 openbare aandelenuitgiftes over om verder mee te werken. Voor elk van deze uitgiftes hebben we de naam van het bedrijf, de datum van goedkeuring van de prospectus en een korte beschrijving van de beoogde doelstelling van de uitgifte zoals beschreven in de prospectus opgelijst.

De volgende stap om de nodige gegevens te verkrijgen voor het onderzoek was het verzamelen van de jaarrekeningen van de verschillende bedrijven uit onze sample. Voor elke uitgifte is gezocht naar de jaarrekening van het bedrijf in kwestie van het jaar voor de uitgifte, het jaar waarin de uitgifte plaatsvond en de 4 jaren daarna. Voor de meest recente aandelenuitgiftes is het mogelijk dat er nog geen jaarrekeningen beschikbaar zijn tot 4 jaar na de uitgifte, in dit geval hebben we dus de gegevens van een of enkele jaren minder tot onze beschikking. De periode tot 4 jaar na de uitgifte komt ongeveer overeen met de periode waarover we het koersverloop willen bestuderen. Het is interessant om enkele variabelen hieruit te kunnen bekijken om een beeld te krijgen van het type bedrijven in ons onderzoek. In eerste instantie zijn deze jaarrekeningen gevonden via de balanscentrale op de website van de Nationale Bank van België (NBB). Via deze weg zijn echter

enkel de jaarrekeningen beschikbaar die sinds 2005 zijn neergelegd. De oudere documenten vonden we via de websites van de individuele bedrijven en enkele andere websites die deze informatie beschikbaar hadden. Bij dit opzoekwerk bleek dat Link Software na 2001 geen jaarrekeningen meer heeft neergelegd bij de NBB, dus deze observatie zal verder niet meer gebruikt kunnen worden. Ook merken we hier op dat de jaarrekeningen van het bedrijf Exmar in US Dollar opgesteld zijn. De monetaire waarden die we hier uit hebben gehaald zijn omgezet naar euro op basis van de historische wisselkoersen van de specifieke boekjaren die beschikbaar zijn op de website van de NBB.

Een andere belangrijke groep van gegevens die we moesten verzamelen zijn de aandelenkoersen van de verschillende bedrijven in onze sample. Voor elke aandenuitgifte hebben we de koers van de dag voor en de dag na de datum van goedkeuring van de prospectus in een lijst gezet, net als de koers van de dag voor de uitgifte. Indien op deze dagen geen koersen beschikbaar zijn, hebben we de eerste beschikbare koers genomen voor deze dag, voor de koers van de dag voor de goedkeuring van de prospectus of deze van de dag voor de uitgifte, of na deze dag, voor de koers van de dag na de goedkeuring van de prospectus. De datum van uitgifte hebben we gevonden in de jaarrekening van het jaar van de uitgifte. Verder zijn ook de maandelijkse aandelenkoersen verzameld vanaf 12 maanden voor de maand van de uitgifte tot 60 maanden erna. De meest recente maand waarvoor we een koers hebben is februari 2014, dus voor de uitgiftes die gebeurd zijn na februari 2009 hebben we de aandelenkoersen van minder dan 60 maanden na de uitgifte. Om de koersen op voldoende lange termijn te kunnen bestuderen, hebben we uitgiftes in onze sample tot en met het jaar 2010. Zo hebben we steeds een minimum van 38 maanden na de uitgifte waarover we het koersverloop kennen. Deze aandelenkoersen hebben we in eerste instantie gevonden op de website van de zakenkrant De Tijd. Hier zijn voor alle genoteerde aandelen de koersen terug te vinden tot 10 jaar terug. De koersen van de aandelen waarvoor we terug moesten gaan tot voor 2004 komen van de website van Euronext. Via deze twee bronnen konden we echter enkel de koersen vinden van aandelen die nu nog steeds noteren op de beurs. Dit betekent dat de uitgiftes van de bedrijven Omega Pharma, Creyf's, Quick, Innogenetics en Mitiska wegvallen uit de sample bij het onderzoeken van de aandelenreturns aangezien we niet over de koersen beschikken.

Ten slotte zijn er ook nog twee algemene marktindicatoren die we zullen gebruiken om het onderzoek uit te voeren. Ten eerste hebben we een maatstaf nodig om de beweging van de volledige aandelenmarkt voor te kunnen stellen. Hiervoor gebruiken we de Belgian All Share Index. Deze index is opgebouwd op basis van alle Belgische aandelen die genoteerd staan op de eerste markt van de Brusselse beurs. Maandelijkse gegevens omtrent het verloop hiervan voor de hele periode waarover we de aandelenreturns zullen onderzoeken, hebben we gevonden via de website van de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO). De tweede algemene indicator die we nodig hebben, is de risicovrije return. Als maatstaf hiervoor zullen we de rente gebruiken op de Belgische lineaire overheidsobligaties op 10 jaar. Maandelijkse waarden hiervan konden we vinden via de website van de NBB, deze gegevens hebben we opnieuw verzameld voor de hele periode waarover we de aandelenreturns zullen onderzoeken.

## 6.2. Dataconstructie

Om tot de variabelen te komen die we zullen gebruiken in onze uiteindelijke dataset, moeten we bepaalde van de hierboven besproken verzamelde gegevens nog verder bewerken. In dit deel zal uitgelegd worden hoe de variabelen 'return rond prospectus', 'return prospectus-uitgifte', 'beta', 'cumulatieve abnormale return (CAR)' en 'M/B' opgebouwd zijn.

Het is de bedoeling om de aandelenreturns<sup>1</sup> te onderzoeken, dus we moeten de verzamelde koersgegevens eerst omzetten in returns. De return rond de prospectusdatum bij elke uitgifte uit de sample wordt berekend door het procentuele verschil te nemen tussen de aandelenkoers van de dag na de prospectusdatum en die van de dag ervoor. De return tijdens de periode tussen de prospectusdatum en de datum van de uitgifte zelf verkrijgen we door het procentuele verschil te nemen tussen de aandelenkoers van de dag voor de uitgifte en die van de dag voor de prospectusdatum. Aangezien deze periode niet voor elke observatie even lang is, zullen we de verkregen waarde daarna delen door het aantal dagen tussen de prospectusdatum en de datum van de uitgifte. Op deze manier verkrijgen we een gemiddelde dagelijkse return over deze periode.

Om het koersverloop op lange termijn na een openbare uitgifte te kunnen onderzoeken maken we gebruik van de CAR. Deze zal berekend worden met behulp van het Capital Asset Pricing Model (CAPM) (Laveren et al., 2009). Om de CAR te kunnen berekenen beginnen we met de maandelijkse returns van alle aandelen uit de sample te berekenen. Deze maandelijkse return is het procentuele verschil tussen de aandelenkoers van de huidige maand en die van de voorgaande maand. Hetzelfde doen we om de return te berekenen van de algemene marktindex. De maandelijkse return hiervan is het procentuele verschil tussen de koers van de index in de huidige maand en die in de voorbije maand. De gegevens omtrent de risicovrije returns die we verzameld hebben, geven voor elke maand een rente weer die dan op jaarbasis gehaald kan worden. Deze zullen we omvormen naar een maandelijkse return door de formule  $return\ op\ maandbasis = ((1 + return\ op\ jaarbasis)^{(1/12)} - 1)$ . Er wordt niet voor gekozen om de jaarlijkse return gewoon door 12 te delen omdat we uitgaan van een herbelegging van de maandelijkse returns naar analogie van de koersverandering van aandelen die ook niet elke maand uitgekeerd wordt. Het is de bedoeling met de bovenstaande variabelen voor alle aandelen in onze sample en voor elke maand na de aandelenuitgifte een verwachte return te berekenen op basis van het CAPM. Dit model definieert de verwachte return volgens de formule  $verwachte\ return = risicovrije\ return + beta * (marktreturn - risicovrije\ return)$ . Om deze te kunnen gebruiken zullen we eerst voor alle bedrijven in onze sample een beta moeten berekenen. Dit gebeurt op basis van de returns van de 11 maanden voor de uitgifte. Voor elk van deze maanden berekenen we het verschil tussen de verwachte return en de risicovrije return enerzijds en het verschil tussen de marktreturn en de risicovrije return anderzijds. Door de bovenstaande vergelijking om te vormen naar  $verwachte\ return - risicovrije\ return = beta * (marktreturn - risicovrije\ return)$  kunnen we de beta berekenen door een regressie toe te passen op de data met behulp van de kleinste-kwadratenmethode. Nu kunnen we de formule  $verwachte\ return = risicovrije\ return + beta *$

---

<sup>1</sup> Bij het berekenen van de aandelenreturns in dit werk is geen rekening gehouden met de eventuele uitkering van dividenden.

(*marktreturn – risicovrije return*) invullen en hebben we voor alle aandelen en voor elke maand na de uitgifte de verwachte return van het aandeel. De voorlaatste stap die we moeten nemen om de CAR te verkrijgen, is voor elke maand het verschil berekenen tussen de gerealiseerde return van het aandeel en zijn verwachte return. Dit verschil is de maandelijkse abnormale return. De CAR na een uitgifte wordt dan gedefinieerd als de som van alle abnormale returns van de maanden na de uitgifte. Afhankelijk van hoe recent de uitgiftes zijn en dus voor hoeveel maanden na de uitgifte er aandelenkoersen beschikbaar zijn, zal deze som bestaan uit 38 tot 60 maandelijkse abnormale returns. Ter illustratie van deze uitleg zijn in de bijlage Tabel 18 en Tabel 19 opgenomen, hierin worden de berekeningen die horen bij de uitgifte van Ion Beam Applications weergegeven als voorbeeld.

Een laatste variabele waarvoor we onze verzamelde gegevens hebben moeten bewerken is de markt/boek ratio (M/B) van het eigen vermogen van de bedrijven in onze sample. Deze variabele is telkens berekend voor de einddatum van de verschillende boekjaren waarvan we de jaarrekeningen hebben verzameld. De marktwaarde van het eigen vermogen is berekend door het aantal aandelen die op dat moment bestonden te vermenigvuldigen met de beurskoers. Het aantal aandelen was terug te vinden in de jaarrekening en voor de beurskoers hebben we de koers genomen op de einddatum van het boekjaar of de dag die hier het dichtst bij was indien er geen koers was op de einddatum van het boekjaar. Deze koersen komen van de website van Euronext. De boekwaarde van het eigen vermogen is rechtstreeks terug te vinden in de jaarrekening zodat de M/B gevonden wordt door de verhouding te nemen tussen de markt- en de boekwaarde van het eigen vermogen van de onderneming.

### **6.3. Beschrijving dataset**

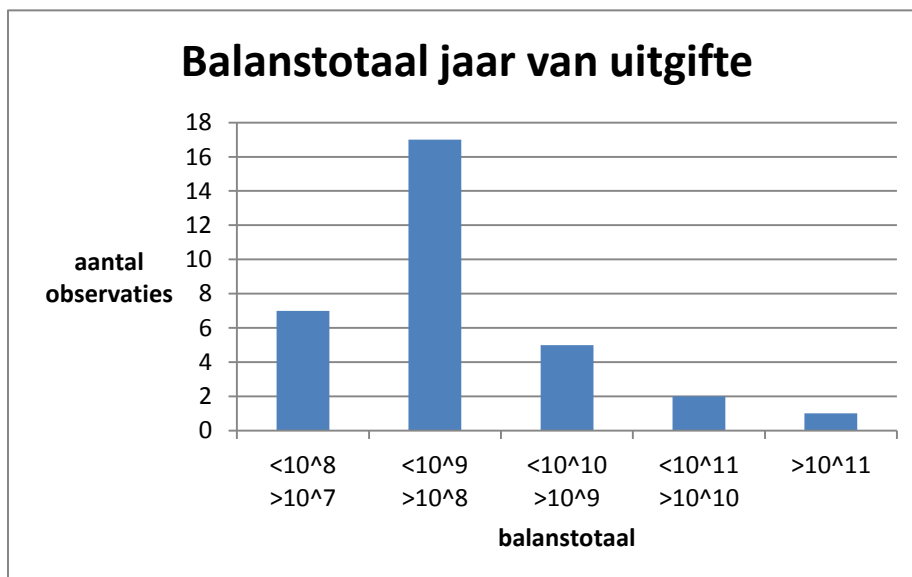
De bovenstaande bespreking leidt tot een dataset met daarin 32 observaties van openbare aandelenuitgiftes uit de periode van 2000 tot en met 2010, deze worden weergegeven in Tabel 17 in de bijlage. De dataset is opgebouwd uit de variabelen die weergegeven worden in Tabel 1. Er zijn maximaal 6 waardes per observatie voor de variabelen balanstotaal, boekwaarde EV, marktwaarde EV en M/B; 1 voor het jaar voor de uitgifte, 1 voor het jaar van de uitgifte en maximaal 4 voor de eerste jaren na de uitgifte. De enige belangrijke variabelen die in deze tabel nog ontbreken zijn de variabelen die de doelstelling van de uitgifte voorstellen, deze worden later besproken.

Variabelen
Bedrijf
CAR (over 38-60 maanden)
Beta
Datum prospectus
Return rond prospectus
Datum uitgifte
Return prospectus-uitgifte
Balanstotaal -1 t.e.m. 4
Boekwaarde EV -1 t.e.m. 4
Marktwaarde EV -1 t.e.m. 4
M/B -1 t.e.m. 4

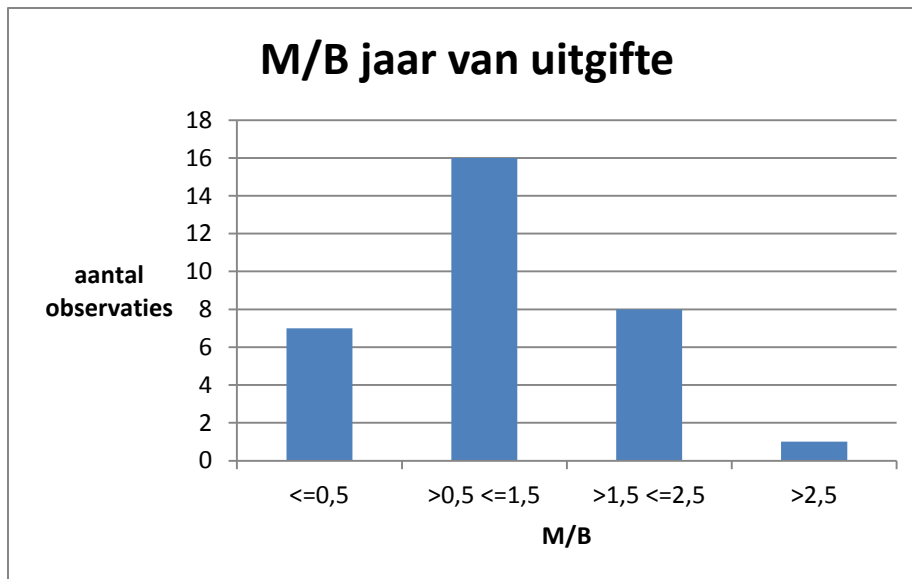
Tabel 1

Voor de meeste observaties hebben we waarden voor elke variabele gevonden, er zijn echter enkele ontbrekende gegevens. Voor de uitgifte van Sait-stento (nu Zenitel) uit 2000 hebben we de precieze datum van uitgifte niet gevonden en dus ook de return van de periode tussen prospectusdatum en uitgifte niet. Voor het bedrijf Belreca, dat in 2002 een openbare uitgifte uitvoerde, zijn slechts aandelenkoersen beschikbaar op onregelmatige momenten waardoor de return rond prospectusdatum en de return tussen de prospectusdatum en de uitgifte niet bekend zijn. De precieze datum van uitgifte is ook niet gekend bij deze observatie. De uitgifte van het bedrijf Galapagos in 2005 was minder dan een jaar na zijn beursintroductie, hierdoor is het niet mogelijk om de marktwaarde van het eigen vermogen en de M/B van het jaar voor de uitgifte te berekenen. Verder zijn de variabelen balanstotaal, boekwaarde EV, marktwaarde EV en M/B niet meer beschikbaar tot 4 jaar na de uitgifte voor de uitgiftes vanaf het jaar 2009. De variabelen zijn in deze gevallen enkel beschikbaar tot 3, 2 of in 2 gevallen slechts 1 jaar na de uitgifte. Een laatste onregelmatigheid die we hier vermelden hoort bij de uitgifte van Warehouses De Pauw uit 2003. Op de website van Euronext vinden we voor de slotkoersen van dit aandeel de volgende informatie: op 15/09/2003 een koers van €30,92917 en op 12/09/2003 een koers van €2,98594. Deze sprong in de koers vindt dus plaats in de periode tussen de prospectusdatum en de uitgifte. Voorgaande koersen zijn steeds in de grootteorde van €3 terwijl recentere koersen in de grootteorde van €30 liggen, aangezien in het jaarverslag van dit bedrijf de koers vanaf 2002 steeds boven €25 ligt, gaan we ervan uit dat er een fout zit in de data op de website van Euronext. De enige variabelen waar dit echter invloed op heeft in onze dataset is de return over de periode van prospectusdatum tot uitgifte, de marktwaarde van het eigen vermogen van het jaar voor uitgifte en de M/B van het jaar voor de uitgifte. Dit komt omdat deze abnormale koerssprong plaatsvindt tussen de maand voor de uitgifte en de maand van de uitgifte en de beta en CAR berekend zijn op basis van de gegevens van respectievelijk enkel de maanden voor en enkel de maanden na de uitgifte. De waarde van de return over de periode van prospectusdatum tot uitgifte, de marktwaarde van het eigen vermogen van het jaar voor uitgifte en de M/B van het jaar voor uitgifte laten we voor deze observatie dus vallen.

Tabel 2 geeft enkele samenvattende gegevens weer omtrent de belangrijkste variabelen in de dataset. We zullen beginnen met het bespreken van enkele variabelen die een idee geven over het type bedrijven in onze sample. In andere onderzoeken omtrent het koersverloop van een aandeel na een openbare uitgifte wordt er vaak een onderscheid gemaakt tussen bedrijven op basis van hun grootte en hun M/B ratio, daarom zullen we de bedrijven in onze sample op basis van deze eigenschappen bespreken. Om de grootte van de ondernemingen voor te stellen, zullen we hun balanstotaal gebruiken. In onze sample zien we dat het balanstotaal op het einde van het jaar van de uitgifte gemiddeld ongeveer €19 miljard bedraagt. Deze variabele is echter heel onsymmetrisch verdeeld, er zijn slechts 2 bedrijven die zich boven dit gemiddelde bevinden. Vooral Fortis en in veel mindere mate AB Inbev zorgen voor deze hoge gemiddelde waarde. Figuur 1 toont in welke grootteorde de bedrijven in onze sample zich bevinden. De meeste bedrijven hebben een balanstotaal tussen €100 miljoen en €1 miljard. Het overgrote deel van de observaties (29 van de 32) toont een balanstotaal tussen €10 miljoen en €10 miljard. De gemiddelde M/B ratio op het einde van het jaar van de uitgifte bedraagt 1,36. Het eigen vermogen van de ondernemingen wordt op de markt dus gemiddeld 36% hoger gewaardeerd dan de boekwaarde. Dit weerspiegelt meestal de winst- of groeiverwachtingen van de markt. De waarden voor deze variabele zijn ook erg uiteenlopend. Het gemiddelde wordt sterk beïnvloed door de M/B ratio van Hamon & Cie, deze bedraagt 9,85. Buiten deze maximale waarde zijn er geen M/B ratio's groter dan 2,5, wat ook weergegeven wordt in Figuur 2. Deze figuur geeft de verdeling van de M/B variabele grafisch weer. De helft van de observaties heeft een M/B ratio tussen 0,5 en 1,5, wat wil zeggen dat de marktwaardering van het eigen vermogen van de bedrijven minder dan 50% afwijkt van de boekwaarde ervan. Verder zijn er 7 observaties die door de markt meer dan 50% lager gewaardeerd worden dan hun boekwaarde, met een minimale M/B waarde van 0,24. Naast de zeer hoge M/B ratio voor Hamon & Cie zijn er nog 8 andere observaties met een waarde hoger dan 1,5.

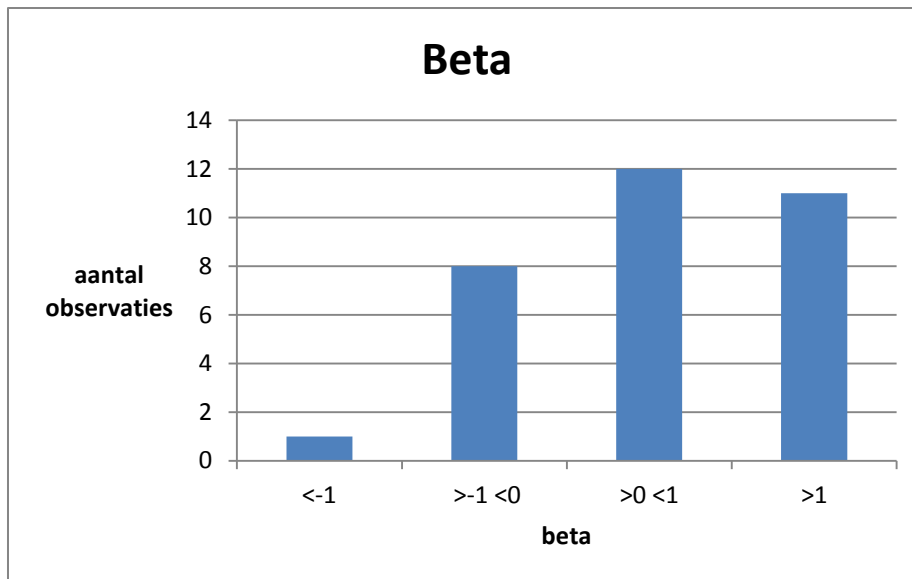


Figuur 1



**Figuur 2**

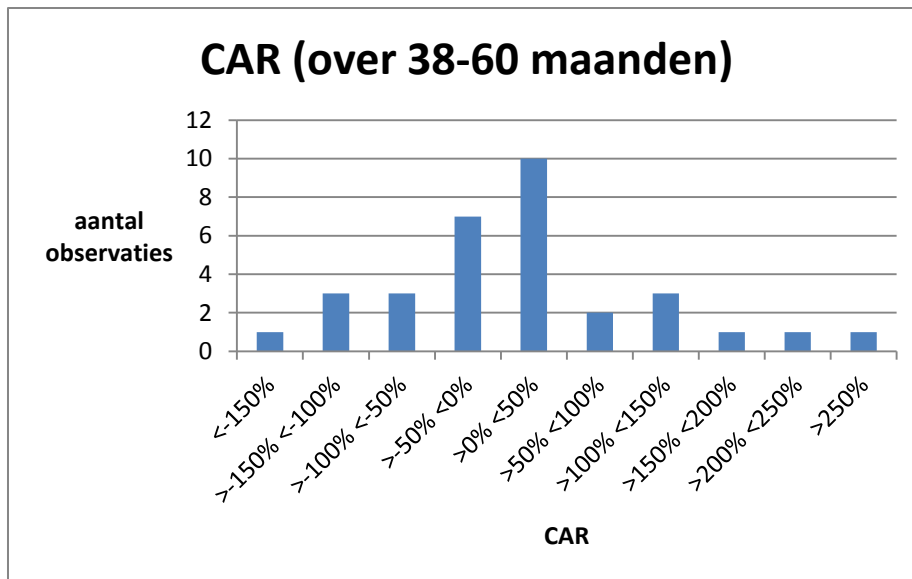
Naast de grootte en de M/B ratio van de bedrijven is er een derde variabele die ons iets meer zegt over het type ondernemingen in onze sample. De beta geeft weer hoe de koers van het aandeel zich beweegt ten opzichte van de koers van de marktindex. Hierbij merken we op dat de beta berekend is op basis van de koersevolutie van de aandelen in het jaar voor de openbare uitgifte, zoals hierboven reeds besproken is. De gemiddelde waarde van de beta bedraagt 0,67. Dit ligt zoals we kunnen verwachten, als we er vanuit gaan dat de bedrijven in onze sample een goede representatie zijn van de volledige markt, in de buurt van 1, aangezien de evolutie van de marktindex per definitie de gemiddelde evolutie van alle aandelen op de markt samen is. Dit komt ook tot uiting in het feit dat de koersevolutie van de ruime meerderheid van de observaties (23 van de 32) positief gecorreleerd is aan die van de marktindex. Dat de gemiddelde beta kleiner is dan 1 wil wel zeggen dat er in onze sample ten opzichte van de totale markt in verhouding meer bedrijven zijn die negatief gecorreleerd zijn met de markt of er positief mee gecorreleerd, maar minder volatiel zijn. Figuur 3 geeft een grafisch overzicht van hoe de beta verdeeld is in onze sample.



**Figuur 3**

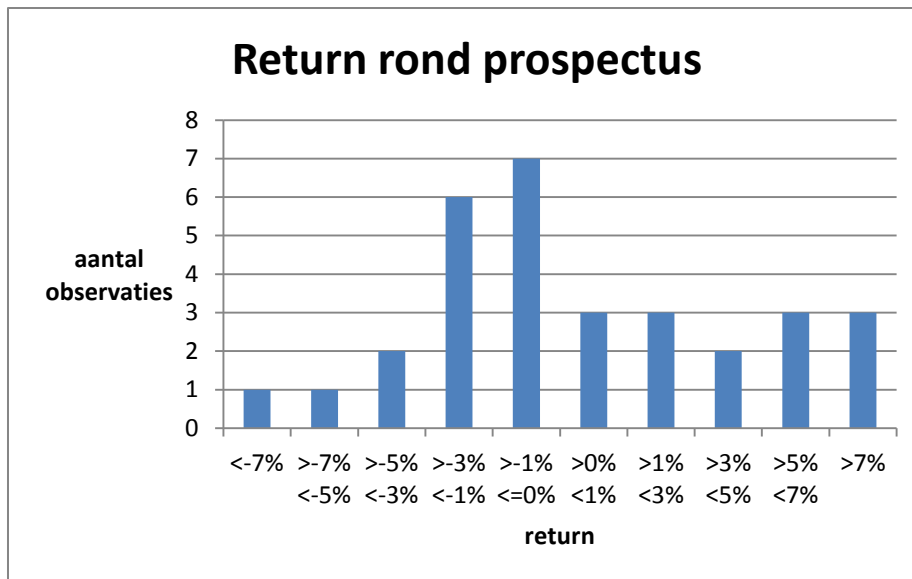
Vervolgens zullen we de belangrijkste te onderzoeken variabele bespreken, de CAR. Zoals hierboven reeds vermeld, bestaat deze uit de som van de maandelijkse abnormale returns van de eerste 38 tot 60 maanden na de uitgifte. De gemiddelde waarde die we hier terugvinden is 14,14%. Als we kijken naar de spreiding zien we dat dit gemiddelde op het eerste zicht relatief dicht bij 0 ligt in verhouding met de minimale en maximale waarde. Er is een minimale CAR gevonden van -159,41% en een maximale waarde van 283,81%. Er zijn dus zowel grote positieve als grote negatieve afwijkingen van de verwachte return. Een overzicht van de verdeling van deze variabele wordt weergegeven in Figuur 4. Hierop kunnen we zien dat in meer dan de helft van de gevallen (17 van de 32) de CAR beperkt blijft tussen -50% en 50%, in deze groep zijn er iets meer positieve dan negatieve waarden. Verder zijn er 7 observaties met een grotere negatieve CAR, terwijl er 8 keer een grotere positieve CAR gevonden wordt. We hebben al aangehaald dat we een gemiddelde CAR van 14,14% vinden in onze sample. Als we een t-test uitvoeren met als nulhypothese dat dit gemiddelde gelijk is aan 0, vinden we dat  $t = 0,7989$ . Hieruit kunnen we besluiten dat de gemiddelde CAR in onze sample niet significant verschillend is van 0. Het 95%-betrouwbaarheidsinterval ziet er als volgt uit  $[-0,2196; +0,5023]$  en omvat inderdaad 0. Ook het 90%-betrouwbaarheidsinterval  $([-0,1587; +0,4414])$  bevestigt onze aanvaarding van de nulhypothese nog. Op basis van het CAPM vinden we in onze gegevens dus geen negatieve abnormale return op lange termijn na een openbare aandelenuitgifte terug.





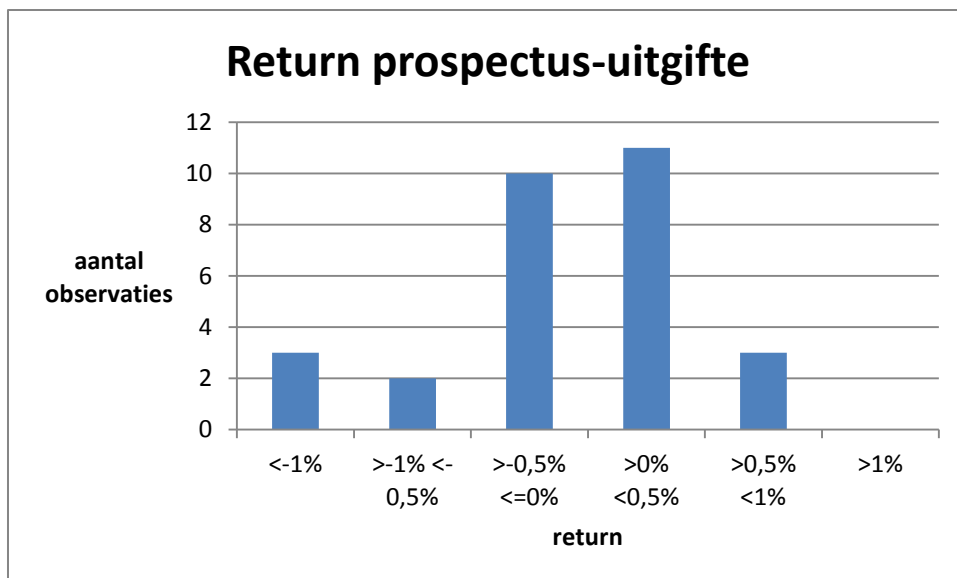
**Figuur 4**

Naast de CAR, die meer zegt over de return op lange termijn, hebben we ook nog 2 variabelen in onze dataset die de koersevolutie op korte termijn voorstellen. De return rond prospectus geeft de reactie van de markt weer op de informatie in de prospectus. In Tabel 2 zien we een gemiddelde waarde voor deze variabele van 2,74%. Dit gemiddelde wordt sterk omhoog getrokken door de returns van Picanol en Deceuninck, deze bedragen respectievelijk 59,17% en 30,00%. Hiertegenover staat een minimale return van -19,89% voor AB Inbev. Buiten deze 3 extreme waarden is er geen enkele groter dan 10% in absolute waarde. Figuur 5 geeft een overzicht van de verdeling van deze variabele in onze sample. Een return tussen -1% en 0% komt het meeste voor, hierbij merken we ook op dat de 2 intervallen rond 0 op de figuur maar half zo groot zijn als de andere intervallen, zodat de figuur dit minder opvallend weergeeft. Aangezien het gaat over een return over 2 dagen is het niet verrassend dat de meeste van de waarden dicht bij 0 liggen. De figuur toont ook duidelijk aan dat er meer sterk positieve waarden zijn dan sterk negatieve, 6 observaties hebben een return rond prospectus groter dan 5%, terwijl er maar 2 zijn die een return hebben kleiner dan -5%. Deze gegevens schetsen het beeld dat de prospectussen over het algemeen eerder als positieve informatie onthaald worden. Ook voor deze variabele willen we testen of we de gemiddelde waarde als significant positief kunnen beschouwen door middel van een t-test met als nulhypothese dat het gemiddelde gelijk is aan 0. Deze test geeft als resultaat dat  $t = 1,1927$ , waaruit we besluiten dat de nulhypothese aanvaard wordt. Zowel het 95%-betrouwbaarheidsinterval ( $[-0,0195; +0,0744]$ ) als het 90%-betrouwbaarheidsinterval ( $[-0,0116; +0,0665]$ ) bevatten namelijk 0. Statistisch gezien vinden we dus geen duidelijke positieve of negatieve koersreactie rond de prospectusdatum.



**Figuur 5**

Een laatste variabele in onze dataset die we zullen bespreken is de return tussen de prospectusdatum en de uitgifte. Zoals hierboven al aangegeven stelt deze variabele de gemiddelde dagelijkse return van een observatie over deze periode voor. Tussen de prospectusdatum en de uitgifte zitten gemiddeld 25,31 dagen in onze sample, met een minimum aantal dagen van 9 en een maximum van 49. Dit minimum is echter een uitzondering aangezien daarbuiten steeds 20 dagen of meer tussen de prospectusdatum en de uitgifte zitten. De gemiddelde return prospectus-uitgifte in onze sample bedraagt -0,15%. De grootste negatieve waarden voor deze variabele wegen dus zwaarder door dan de grootste positieve, met een minimum en maximum van respectievelijk -2,56% en 0,86%. Als we kijken naar de openbare uitgifte van Picanol, die duidelijk de grootste return rond prospectus heeft met 59,17%, zien we dat de return prospectus-uitgifte bij deze observatie een van de meer negatieve is met -0,79%. Dit voorbeeld is een illustratie van het feit dat een positieve koersreactie rond prospectusdatum geen garantie is op een positieve return in de periode tussen prospectusdatum en uitgifte. De correlatie tussen deze 2 variabelen is zelfs licht negatief en bedraagt -0,1206. In Figuur 6 zien we verder dat het merendeel van de observaties (21 van de 29) een return heeft met een absolute waarde kleiner dan 0,5%. Er zijn slechts 3 observaties met een return groter dan 0,5%, waarvan geen enkele groter dan 1%. Daartegenover staan 5 observaties met een return kleiner dan -0,5%, waarvan er 3 zijn met een return kleiner dan -1%. Ten slotte gaan we nog na of de gemiddelde waarde van deze variabele significant negatief genoemd mag worden. De t-test met nulhypothese dat het gemiddelde gelijk is aan 0 geeft ons dat  $t = -1,1283$ . Het 95%-betrouwbaarheidsinterval ziet er als volgt uit:  $[-0,0041; +0,0012]$ , aangezien deze 0 bevat aanvaarden we de nulhypothese. Ook op het 10% significantieniveau kunnen we de nulhypothese niet verwerpen, het 90%-betrouwbaarheidsinterval is namelijk  $[-0,0037; +0,0007]$ . Er is dus geen duidelijke conclusie te trekken omtrent het verwachte teken van de return in de periode tussen prospectusdatum en uitgifte.



Figuur 6

Variabele	Aantal	Gemiddelde	Standaard deviatie	Minimum	Maximum
CAR (over 38-60 maanden)	32	14,14%	100,11%	-159,41%	283,81%
Beta	32	0,67	1,24	-2,51	3,31
Return rond prospectus	31	2,74%	12,81%	-19,89%	59,17%
Return prospectus-uitgifte	29	-0,15%	0,70%	-2,56%	0,86%
Balanstotaal jaar uitgifte in .000	32	€19.000.000	€94.900.000	€16.800	€538.000.000
M/B jaar uitgifte	32	1,36	1,65	0,24	9,85

Tabel 2



## 7. Methodologie

Na een beschrijving te hebben gegeven van onze dataset zullen we in dit deel verder gaan met de bespreking van de methodologie van het verdere onderzoek. Om te beginnen zijn er nog enkele variabelen die toegevoegd moeten worden aan de dataset, met name degene die de doelstelling van de uitgifte voorstellen. Aangezien de doelstelling in de prospectus wordt weergegeven als een paragraaf of een pagina tekst, zullen we deze op een of andere manier moeten operationaliseren om een mogelijk verband hiervan met de returns te onderzoeken. We zullen dit trachten te doen op 3 verschillende manieren, die we hier kort zullen uitleggen, maar waarop verder in dit werk dieper ingegaan zal worden. Voor de eerste manier zullen we ons baseren op de verdeling die Autore et al. (2009) en Walker & Yost (2008) gebruiken in hun onderzoek. Zij maken een onderscheid tussen investeringen, herkapitalisatie en algemene bedrijfsdoeleinden als geplande doeleinden voor aandelenuitgifte. In eerste instantie zullen we elke observatie dus in 1 van die 3 categorieën plaatsen, op basis van wat het voornaamste doel is. De 2<sup>de</sup> methode om de sample te verdelen op basis van de doelstelling komt voort uit de resultaten van het onderzoek van Walker & Yost (2008). Hier bleek dat er een verschil is tussen het koersverloop van de ondernemingen die investeringen als doelstelling aangeven en dat van de ondernemingen die de opbrengst van de uitgifte voor andere doelen plannen te gebruiken. Daarom zullen we de verschillende observaties in onze sample rangschikken op basis van hoe zeer investeren als doelstelling wordt benadrukt in de prospectus. Dan kunnen we de uitgiftes verdelen in het deel dat het hoogst staat in deze rangschikking en het deel dat er het laagst in staat. Voor de laatste manier waarop we de verschillende observaties zullen verdelen naargelang de doelstelling, zoeken we eerst alle mogelijke kernwoorden of types doelstellingen die aan bod komen in onze sample. Vervolgens zullen we voor elk type een binaire variabele aan de dataset toevoegen die aangeeft of dit kernwoord of type in de prospectus vermeld wordt. Naargelang de uitkomst hiervan hebben we verschillende mogelijkheden om de sample te verdelen. Het zal met deze 3 methodes telkens de bedoeling zijn om de sample in 2 groepen te verdelen zodat eventuele verschillen in returns tussen de groepen onderzocht kunnen worden.

Na de operationalisering van de doelstelling van de uitgifte zullen we verder gaan met het onderzoek over de korte termijn koersreactie. Hier zal het in eerste instantie de bedoeling zijn om de invloed van de doelstelling van de uitgifte op de koersreactie rond prospectusdatum te onderzoeken. Dit zal gebeuren door verschillen te bestuderen tussen de gemiddelde waarden van de return rond prospectus van verschillende subgroepen van onze sample. Meer concreet zullen we de volgende methodiek gebruiken. De observaties zullen verdeeld worden op basis van de doelstelling van de uitgifte in enkele groepen, de details van deze verdeling bespreken we later in dit werk. Hierna zal per groep het gemiddelde berekend worden van de return rond prospectus. Met behulp van een t-test zullen we eerst nagaan of deze gemiddelden elk afzonderlijk significant verschillen van 0, daarna zullen de gemiddelden onderling vergeleken worden en, opnieuw met een t-test, zal nagegaan worden of deze significant van elkaar verschillen. De verwachte uitkomsten van deze tests hebben we in grote lijnen reeds besproken. Naast de invloed van de doelstelling van de uitgifte op de koersreactie rond prospectusdatum zullen we ook onderzoeken of er een verband is tussen de doelstelling en de return van de periode tussen prospectusdatum en uitgifte. Dit zal

gebeuren volgens dezelfde methode als bij het onderzoeken van de return rond prospectusdatum. Er wordt opnieuw onderscheid gemaakt tussen dezelfde groepen en de gemiddelden van deze groepen voor de return prospectus-uitgifte zullen met behulp van een t-test vergeleken worden met 0 en met elkaar. Zoals reeds vermeld verwachten we hierbij dat we geen andere verschillen vinden tussen de groepen dan degene die we eventueel ook gevonden hebben bij het onderzoeken van de return rond prospectus. Dit komt omdat het verschil tussen deze 2 return variabelen kan liggen in de periode vanaf de tweede dag na prospectusdatum tot de uitgifte en alle informatie die de doelstelling van de uitgifte bevat zou voor het begin van deze periode al in de koers verrekend moeten zitten.

Het laatste deel van dit onderzoek zal zich focussen op het verband tussen de doelstelling van de uitgifte en de aandelenreturn op de lange termijn erna. Om dit verband te onderzoeken zullen we net als bij het bestuderen van de korte termijn returns beginnen met de observaties in onze sample in te delen in verschillende groepen. De details van deze verdeling zullen later besproken worden. Om de link met de lange termijn return te kunnen leggen, zullen we nu voor de verschillende groepen de gemiddelde waarde van de CAR berekenen. Deze gemiddelden zullen opnieuw met behulp van een t-test vergeleken worden met 0 en met elkaar om na te gaan of er tussen de groepen verschillen op vlak van teken of op vlak van grootte van de CAR zijn. De verwachtingen hieromtrent hebben we eerder in dit werk reeds geformuleerd.

## 8. Onderverdeling doelstelling

We kunnen nu verder gaan met de eerste deelvraag van dit onderzoek en beginnen met een antwoord op te bouwen op de vraag wat de verschillende soorten doelstellingen van een publieke uitgifte van aandelen zijn. Door dit te doen zullen we tegelijkertijd ook de doelstelling van de uitgifte kunnen operationaliseren en deze bruikbaar maken als variabele in ons verdere onderzoek. Zoals we bij de uiteenzetting van de methodologie al kort aangehaald hebben, zullen we 3 verschillende methodes gebruiken om een verdeling op basis van doelstelling van de uitgifte toe te passen. Dit doen we omdat de doelstelling in de prospectus beschreven staat als een paragraaf of pagina tekst. Door de onderzoeksresultaten op basis van meerdere methodes ter beschikking te hebben, kan een zo objectief mogelijk beeld van de situatie gegeven worden. Het is namelijk niet eenvoudig om zonder enige subjectiviteit stukken tekst om te zetten in kwantitatieve variabelen. Met deze werkwijze trachten we dat doel toch zo goed mogelijk te bereiken.

We beginnen met dieper in te gaan op de eerste methode volgens dewelke we de observaties in onze sample hebben verdeeld. Zoals reeds aangehaald hebben we ons hiervoor gebaseerd op de verdeling die toegepast wordt in de onderzoeken van Autore et al. (2009) en Walker & Yost (2008). De voornaamste doelen van een aandelenuitgifte zijn volgens deze onderzoekers investeringen, herkapitalisatie en algemene bedrijfsdoeleinden. We hebben gekeken naar de beschrijving van de doelstelling van elke observatie en op basis daarvan is de uitgifte ingedeeld in 1 van de 3 bovenvermelde categorieën. Het is niet altijd gemakkelijk om deze verdeling toe te passen, aangezien in verschillende prospectussen gesproken wordt over meerdere doelen voor de opgehaalde middelen, waardoor deze uitgifte in 2 of 3 van de mogelijke categorieën kan thuishoren. De verdeling is echter strikt gemaakt, zodat elke observatie slechts in 1 categorie geplaatst wordt. In eerste instanties hebben we de uitgiftes verdeeld waarover weinig discussie kan bestaan omdat hun volledige beschrijving slechts past in 1 categorie. Bij de uitgiftes waarover discussie zou kunnen bestaan omdat ze meerdere doelen aanhalen hebben we de volgende richtlijnen toegepast. Wanneer er een duidelijk verschil was in hoeveelheid geld dat aan de doelen toegewezen zou worden, is de voornaamste doelstelling uiteraard degene waar het grootste deel van de opgehaalde middelen aan toegewezen zou worden. Als de nadruk ligt op het terugbetalen van schulden, herfinancieren van kredieten of het verstevigen van de balansstructuur valt deze uitgifte onder de noemer herkapitalisatie. Als er vooral gesproken wordt over concrete projecten of overnames waarin de opgehaalde middelen geïnvesteerd zullen worden, plaatsen we de uitgifte bij investeringen. De grootste moeilijkheid bij deze verdelingsmethode is te bepalen waarop het meeste nadruk wordt gelegd in de beschrijving van de doelen, dit hangt ook deels af van de interpretatie van de lezer. De categorie algemene bedrijfsdoeleinden is eerder een restcategorie, als de beschrijving van de doelstelling niet duidelijk herkapitalisatie- of investeringsdoeleinden vermeldt, zal de uitgifte in deze categorie belanden. Ook wanneer er gesproken wordt over het feit dat de onderneming de mogelijkheid wil hebben om in te kunnen gaan op toekomstige investeringsopportunities zonder nu al concrete mogelijkheden te hebben en daarnaast nog andere algemene doelen worden benoemd, zullen we deze uitgifte onder de noemer algemene bedrijfsdoeleinden plaatsen.

Het resultaat van deze verdeling wordt weergegeven in Tabel 3. We kunnen zien dat de helft van de observaties (16 van de 32) een openbare uitgifte uitvoert met als hoofddoel het afbetalen van schulden of het versterken van de solvabiliteit. Er zijn 12 observaties die de nadruk leggen op investeringen bij de bespreking van de geplande aanwending van de opbrengsten van de uitgifte. De restgroep die kan ingedeeld worden onder de categorie algemene bedrijfsdoeleinden is veel kleiner met slechts 4 observaties. Het is duidelijk dat het grootste onderscheid gemaakt zal kunnen worden tussen de 2 eerste categorieën.

Aantal	Investerings	Herkapitalisatie	Algemene bedrijfsdoeleinden
1	Ion Beam Applications	Sait-stento	Atenor
2	Retail Estates	Laundry Systems Group	Belreca
3	Warehouses De Pauw (2003)	Umicore	Spector Photo Group
4	Galapagos	Accentis (2003)	Option
5	GBL	Pinguin (2004)	
6	Fortis	Solvac	
7	Pinguin (2007)	Hamon & Cie	
8	Warehouses De Pauw (2009)	Befimmo	
9	Ablynx	AB Inbev	
10	Aedifica	Picanol	
11	Ascencio	Deceuninck	
12	Warehouses Estates Belgium	Exmar	
13		Punch International	
14		Elia	
15		Agfa-Gevaert	
16		Accentis (2010)	

Tabel 3

Op basis van deze verdeling zullen we de observaties indelen in 2 verschillende groepen voor het verdere onderzoek naar de invloed van de doelstelling op de aandelenreturns. We zullen zeker de uitgiftes uit de categorie investeringen en die uit de categorie herkapitalisatie in verschillende groepen verdelen. Bij welke van de 2 groepen we de uitgiftes uit de categorie algemene bedrijfsdoeleinden indelen, is minder gemakkelijk te zeggen. Door het feit dat de doelstellingen in deze categorie heel vaag zijn beschreven, zal de invloed op het korte termijn koersverloop gelijkaardig zijn aan die van de categorie herkapitalisatie. Zonder het aangeven van concrete investeringen is er in deze 2 categorieën namelijk ruimte om te profiteren van een tijdelijke overwaardering van de aandelen. Voor dit gedeelte van het onderzoek zal de verdeling dus gebeuren tussen de categorie investeringen en de andere 2 categorieën. Voor het gedeelte van het onderzoek over het lange termijn koersverloop zullen we dezelfde verdeling hanteren aangezien het aannemelijk lijkt dat het risico van de onderneming bij de categorie algemene bedrijfsdoeleinden net als bij de categorie herkapitalisatie zal dalen doordat er extra middelen aan de onderneming worden toegevoegd zonder daarbij al meteen een specifieke investering in gedachten te hebben.



In het verdere verloop van dit werk zullen we de groep bestaande uit de observaties uit de categorie investeringen benoemen als groep 1A en de groep bestaande uit de observaties uit de andere 2 categorieën benoemen als groep 1B. Deze verdeling staat nog eens duidelijk weergegeven in Tabel 4. We herhalen onze hypothesen hier nog eens specifiek voor deze groepen. Door het argument dat het moeilijker is om gebruik te maken van markttiming als het doel van de uitgifte investeren in specifieke projecten is, verwachten we dat groep 1A gemiddeld geen negatieve waarde zal hebben voor de return rond prospectus, terwijl groep 1B wel een negatieve gemiddelde waarde zal hebben voor deze return. Daarnaast verwachten we dat groep 1A gemiddeld geen negatieve waarde zal hebben voor de CAR, aangezien het risico en dus de verwachte return van een dergelijke onderneming niet zal dalen, terwijl dit wel zal gebeuren bij de observaties uit groep 1B. Voor deze laatste groep verwachten we dus wel een gemiddeld negatieve waarde voor deze variabele.

Groep 1A	Groep 1B
Ion Beam Applications	Sait-stento
Retail Estates	Laundry Systems Group
Warehouses De Pauw (2003)	Umicore
Galapagos	Accentis (2003)
GBL	Pinguin (2004)
Fortis	Solvac
Pinguin (2007)	Hamon & Cie
Warehouses De Pauw (2009)	Befimmo
Ablynx	AB Inbev
Aedifica	Picanol
Ascencio	Deceuninck
Warehouses Estates Belgium	Exmar
	Punch International
	Elia
	Agfa-Gevaert
	Accentis (2010)
	Atenor
	Belreca
	Spector Photo Group
	Option

Tabel 4

We zullen nu meer uitleg geven over de tweede methode die we hebben gebruikt om de observaties in onze sample op te delen volgens de doelstelling van de uitgifte. Uit de resultaten van het onderzoek van Walker & Yost (2008) blijkt dat er vooral een verschil te vinden is tussen de uitgiftes met investeringen als doelstelling en de andere uitgiftes, deze resultaten zijn ook overeenkomstig met de argumentering in de vorige alinea. Daarom zullen we ons nu focussen op deze doelstelling en een rangschikking in onze sample maken op basis van hoeveel de beschrijving van de doelstelling te maken heeft met investeringen zonder daarbij te veel te letten op eventuele andere doelen die beschreven worden. We zijn begonnen met de observaties bovenaan te plaatsen

die in de beschrijving van hun doelstelling enkel spreken over het uitvoeren van nieuwe investeringen en ook specifiek aangeven over welke projecten het gaat. Dan zijn we verder gegaan met de uitgiftes waar naast enkele specifiek beschreven projecten ook gezegd wordt dat het de bedoeling is financiële ruimte te creëren om in te gaan op toekomstige investeringsmogelijkheden. Daaronder in de rangschikking plaatsen we de observaties die spreken over investeringen, maar daarnaast ook zaken zoals algemene bedrijfsdoeleinden of het verminderen van schulden als doel van de uitgifte vooropstellen. De volgende uitgiftes in de rangschikking zijn degene met de financiering van een specifieke overname als doel, gevolgd door de ondernemingen die potentiële overnamemogelijkheden willen kunnen benutten, maar nog geen concrete plannen hieromtrent aangeven. Daarna komen de uitgiftes die met de opgehaalde middelen de schulden willen herfinancieren die zijn aangegaan om reeds uitgevoerde investeringen of overnames te financieren, met eventueel ook nog enkele andere algemene doelstellingen daarnaast. De uitgiftes die hier nog na komen in de rangschikking vermelden geen investeringen meer bij de bespreking van de doelstelling. We zullen de ondernemingen die met de uitgifte algemene groei willen ondersteunen als volgende in de rangschikking zetten, hierbij horen ook de uitgiftes die dienen om onder andere het werkkapitaal te versterken. Als laatste komen dan nog de uitgiftes die enkel spreken over de versterking van de financiële structuur en niets meer vermelden over de ondersteuning van groei.

De bovenstaande bespreking geeft ons het resultaat dat te zien is in Tabel 5. Hierin staan de verschillende uitgiftes opgelijst volgens de gemaakte rangschikking, waarbij 1 staat bij de uitgifte die in de beschrijving van de doelstelling het meest focust op investeringen en 32 bij de uitgifte staat die het minst met deze doelstelling te maken heeft. In de tabel is ook meteen een opdeling gemaakt in 2 groepen zoals we die zullen gebruiken in het verdere onderzoek. Er is voor gekozen om de rangschikking gewoon in 2 even grote helften op te splitsen, aangezien er geen duidelijke grens is tot waar de beschrijving van de doelstelling vooral op investeringen focust. Het belang van deze specifieke doelstelling in de volledige beschrijving van alle mogelijke doelen van een bepaalde uitgifte neemt geleidelijk aan af zodat er geen duidelijk punt is op basis waarvan we de groepen kunnen verdelen, vandaar de keuze om 2 even grote groepen te vormen. De 16 observaties die het hoogst in de rangschikking staan noemen we groep 2A, de groep van 16 observaties die het laagst gerangschikt staan noemen we groep 2B. De verwachtingen die we hebben over de resultaten in het verdere onderzoek op basis van deze verdeling worden hier nog eens herhaald. Het argument dat er minder gebruik kan gemaakt worden van markttiming als de doelstelling van de uitgifte meer focust op investeringen gebruiken we ook hier weer, zodat verwacht wordt dat groep 2A geen negatieve gemiddelde waarde voor return rond prospectus zal hebben. Voor deze variabele verwachten we dat groep 2B wel een negatief gemiddelde zal hebben. Als we naar de returns op lange termijn gaan, zal het voor groep 2B aannemelijk zijn dat het risico van deze ondernemingen daalt, zodat er een negatieve CAR waargenomen zal worden. Groep 2A zal deze risicodaling niet kennen, zodat we hier geen negatieve waarde voor de CAR verwachten.

Groep 2A	Rangschikking	Groep 2B	Rangschikking
Warehouses Estates Belgium		1 Elia	17
Warehouses De Pauw (2003)		2 Sait-stento	18
Retail Estates		3 Spector Photo Group	19
Aedifica		4 Belreca	20
Ascencio		5 Option	21
GBL		6 Exmar	22
Ablynx		7 Accentis (2003)	23
Warehouses De Pauw (2009)		8 Picanol	24
Ion Beam Applications		9 Befimmo	25
Galapagos		10 Agfa-Gevaert	26
Fortis		11 Hamon & Cie	27
Pinguin (2007)		12 Deceuninck	28
Atenor		13 Punch International	29
Solvac		14 Accentis (2010)	30
Umicore		15 Pinguin (2004)	31
AB Inbev		16 Laundry Systems Group	32

**Tabel 5**

Ten slotte bespreken we nog de derde en laatste methode die we hebben toegepast om de observaties in onze sample op te delen. De eerste 2 methodes zijn gebaseerd op voorgaande onderzoeken die een verdeling hebben voorgesteld voor de mogelijke doelstellingen van een openbare aandelenuitgifte. Met de methode die we nu zullen gebruiken, proberen we in de eerste plaats alle mogelijke redenen die in de prospectussen uit onze sample beschreven worden zo goed mogelijk weer te geven. Zo zal het mogelijk zijn om na te gaan of de verdeling tussen investeringen, herkapitalisatie en algemene bedrijfsdoeleinden ook in onze sample genoeg mogelijkheden biedt. Als zou blijken dat er belangrijke nuances in de doelstelling verloren gaan door ons op deze verdeling te baseren, kunnen we ons hier via deze methode aan aanpassen. Meer concreet zullen we beginnen met alle mogelijke types doelstellingen te identificeren aan de hand van veel voorkomende kernwoorden of thema's doorheen de verschillende prospectussen. Degene die bij minstens 3 verschillende uitgiftes voorkomen, zullen we opnemen als een mogelijke categorie. De verschillende types die we hebben geïdentificeerd zijn: investeringen, herkapitalisatie, algemene bedrijfsdoeleinden, overname, groei ondersteunen, werkkapitaal en operationele (niet-financiële) herstructurerings. Voor elk van deze categorieën hebben we aan onze dataset een binaire variabele toegevoegd die aangeeft of dit type doelstelling vermeld wordt in de prospectus van een specifieke observatie. Een belangrijk verschil met de eerste 2 methodes is dat we hier geen rekening houden met de nadruk die gelegd wordt op een bepaalde doelstelling. Hier laten we toe dat er verschillende doelen worden besproken zonder dat we een oordeel vellen over wat het belangrijkste doel van de uitgifte is en wordt er in eerste instantie enkel nagegaan of iets al dan niet vermeld wordt.

Het resultaat van deze werkwijze staat weergegeven in Tabel 6. De kolommen 1 tot en met 7 staan voor respectievelijk investeringen, herkapitalisatie, algemene bedrijfsdoeleinden, overname, groei ondersteunen, werkkapitaal en operationele herstructurerings. Als een doelstelling bij een

bepaalde observatie voorkomt wordt dit weergegeven in kleur en door een 1. Uit deze tabel blijkt dat een heel groot deel van de observaties (21 van de 32) herkapitalisatie als een van de doelstellingen vermeldt. Een openbare uitgifte gebeurt ook regelmatig in het kader van een overname of met als doel investeringen uit te voeren, in deze categorieën zitten respectievelijk 10 en 9 observaties. Verder wordt het ondersteunen van groei 7 keer aangehaald als doel en 6 keer wordt gezegd dat een deel van de opgehaalde middelen zal dienen als werkkapitaal. Dat de uitgifte algemene bedrijfsdoeleinden tot doel heeft of operationele herstructureringen moet ondersteunen wordt elk slechts 4 keer aangehaald in de prospectussen uit onze sample. We kunnen in de tabel ook zien dat het slechts een minderheid van de observaties (8 van de 32) is die zich in de beschrijving van de doelstelling focust op 1 categorie. De meeste observaties (20 van de 32) geven volgens deze verdeling 2 doelen op in hun prospectus. In 3 prospectussen uit onze sample wordt gesproken over 3 verschillende doelstellingen en er is ook 1 uitgifte waar de beschrijving van de doelstelling 4 van onze 7 categorieën aanhaalt. Hieruit blijkt duidelijk dat het niet altijd eenvoudig is om zoals bij de eerste methode een observatie in te delen in 1 bepaalde categorie.

Bedrijf	1	2	3	4	5	6	7
Ion Beam Applications	1	0	0	1	0	0	0
Atenor	0	0	0	1	1	0	0
Sait-stento	0	1	0	1	0	1	0
Laundry Systems Group	0	1	0	0	0	0	0
Belreca	0	0	0	0	1	0	0
Retail Estates	1	1	0	0	0	0	0
Warehouses De Pauw (2003)	1	0	0	0	0	0	0
Umicore	0	1	0	1	0	0	0
Accentis (2003)	0	1	0	0	0	0	1
Pinguin (2004)	0	1	0	0	0	0	0
Galapagos	0	0	0	1	0	0	0
Spector Photo Group	0	1	0	0	0	0	1
GBL	1	1	0	0	0	0	0
Solvac	0	1	0	0	0	0	0
Hamon & Cie	0	1	0	0	0	1	0
Befimmo	0	1	0	0	1	0	0
Fortis	0	0	0	1	0	0	0
Pinguin (2007)	0	0	0	1	0	0	0
AB Inbev	0	1	0	1	0	0	0
Warehouses De Pauw (2009)	1	1	0	0	0	0	0
Picanol	0	1	1	0	0	1	1
Deceuninck	0	1	0	0	0	1	0
Exmar	0	1	1	0	0	0	0
Punch International	0	1	0	0	0	1	0
Option	0	1	0	0	1	0	1
Ablynx	1	0	1	0	0	0	0
Elia	0	1	1	1	0	0	0
Aedifica	1	0	0	0	1	0	0
Ascencio	1	0	0	0	1	0	0
Agfa-Gevaert	0	1	0	0	1	0	0
Warehouses Estates Belgium	1	0	0	1	0	0	0
Accentis (2010)	0	1	0	0	0	1	0
Aantal	9	21	4	10	7	6	4

Tabel 6

We moeten vanuit deze beschrijving uiteraard overgaan tot een zinvolle verdeling van onze sample in het kader van het verdere onderzoek van de aandelenreturns. Deze methode heeft ons een goed overzicht gegeven van wat de verschillende doelen zijn in onze sample, maar naar het verdere verloop van het onderzoek toe lijkt buiten de reeds gebruikte categorieën enkel de categorie overname relevant om te gebruiken bij de verdeling van de observaties. De eerste verdeling die we zullen maken, zal de observaties die investeringen en/of overname als doel vermelden in een groep plaatsen en de andere observaties in de andere groep plaatsen. We doen dit vanuit het idee dat een overname van een ander bedrijf ook een soort investering is. Van observaties waarbij deze

doelen aangegeven worden, verwachten we dat ze minder gebruik zullen kunnen maken van markttiming bij de uitgifte van nieuwe aandelen, zodat er een duidelijk verschil is met de andere groep. Als we naar de lange termijn kijken is het aannemelijk dat een overname of andere investeringen niet hoeven te zorgen voor een verlaging in het risico van de onderneming, terwijl dit wel het geval kan zijn indien de opgehaalde middelen niet voor deze doelen gebruikt zullen worden. De groep waarbij investeringen en/of overname vermeld worden in de prospectus noemen we groep 3A, terwijl de andere observaties in groep 3B ingedeeld worden. Deze verdeling wordt weergegeven in Tabel 7. In Tabel 8 zien we nog een tweede verdeling op basis van deze methode. We hebben ook een onderscheid gemaakt tussen de uitgiftes waarbij herkapitalisatie een van de doelstellingen of de enige doelstelling is en de andere observaties. Voor de koersreactie op korte termijn lijkt dit minder belangrijk aangezien de verwachting hier zal afhangen van het feit of er naast dit doel ook investeringen worden vermeld. Het deel van het onderzoek over het lange termijn koersverloop kan hier echter wel door beïnvloed worden, de groep waarbij herkapitalisatie expliciet als doelstelling aangegeven wordt, zal een risicodaling kennen, terwijl de andere groep dit waarschijnlijk niet zal kennen. De groep van de observaties waar herkapitalisatie aangegeven wordt als doel noemen we groep 4B, de andere observaties vallen onder groep 4A. Het verschil tussen deze 2 laatste verdelingen en de verdelingen op basis van de eerste 2 methodes is dus niet zo zeer dat ze gemaakt zijn op basis van andere doelstellingen, maar wat wel duidelijk anders is bij deze methode is dat het onderscheid gemaakt wordt tussen observaties waar een bepaalde doelstelling vermeld wordt en degene waar dit doel niet vermeld wordt. Dit in tegenstelling tot de eerste 2 benaderingen waarbij gezocht werd naar de belangrijkste doelstelling van een uitgifte, onafhankelijk van mogelijke andere doelen. Door het resultaat van de 2 verdelingen uit Tabel 7 en Tabel 8 te vergelijken kunnen we ook onderzoeken welke doelstelling het zwaarst doorweegt. In de verdeling tussen groep 3A en 3B gaan we uit van de doelstellingen investeringen en overname, zonder rekening te houden met waar herkapitalisatie ook vermeld is, terwijl bij de verdeling tussen groep 4A en 4B uitgegaan wordt van de doelstelling herkapitalisatie, onafhankelijk van het mogelijk voorkomen van bijvoorbeeld investeringen bij deze observaties. Als er duidelijk sterkere verschillen tussen de groepen zijn bij de ene verdeling dan bij de andere, kunnen we concluderen dat het al dan niet voorkomen van de doelstelling waarop deze verdeling gebaseerd is van groter belang is voor de aandelenreturns dan het al dan niet voorkomen van de andere doelstelling.

Kort samengevat zijn de hypothesen voor beide verdelingen dus vergelijkbaar met die van de voorgaande methodes, we overlopen ze ook voor deze methode nog eens. Voor de korte termijn verwachten we dat groep 3A en groep 4A gemiddeld geen negatieve waarde voor de return rond prospectus zullen kennen, waar groep 3B en groep 4B wel een gemiddeld negatieve waarde zullen hebben voor deze variabele. De verwachtingen omtrent de verschillen tussen groep 4A en 4B zijn voor de return rond prospectus minder sterk dan die voor de verschillen tussen groep 3A en 3B. Daarnaast verwachten we dat groep 3A en groep 4A geen negatief gemiddelde zullen hebben voor de CAR, terwijl groep 3B en 4B wel een negatieve gemiddelde waarde voor deze variabele zullen hebben.

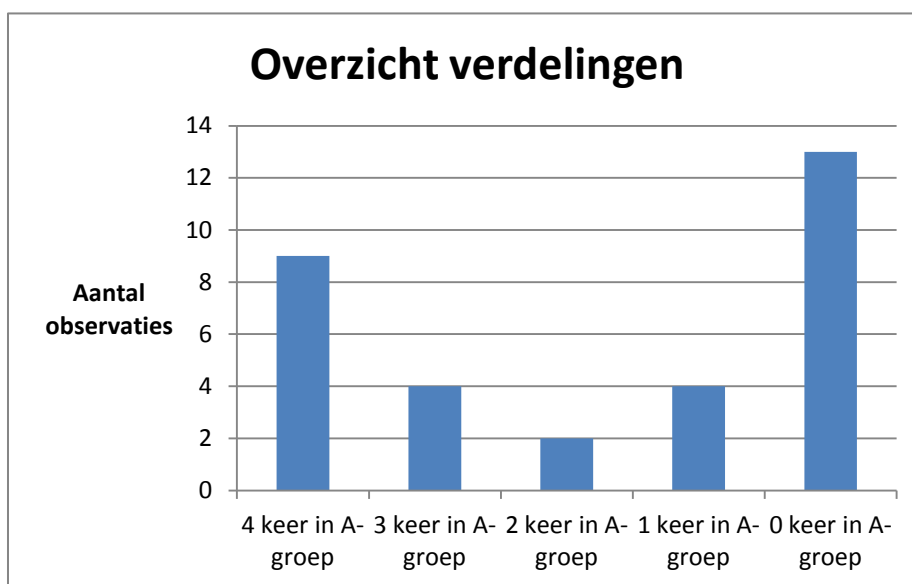
<b>Groep 3A</b>	<b>Groep 3B</b>
Ion Beam Applications	Laundry Systems Group
Atenor	Belreca
Sait-stento	Accentis (2003)
Retail Estates	Pinguin (2004)
Warehouses De Pauw (2003)	Spector Photo Group
Umicore	Solvac
Galapagos	Hamon & Cie
GBL	Befimmo
Fortis	Picanol
Pinguin (2007)	Deceuninck
AB Inbev	Exmar
Warehouses De Pauw (2009)	Punch International
Ablynx	Option
Elia	Agfa-Gevaert
Aedifica	Accentis (2010)
Ascencio	
Warehouses Estates Belgium	

Tabel 7

<b>Groep 4A</b>	<b>Groep 4B</b>
Ion Beam Applications	Sait-stento
Atenor	Laundry Systems Group
Belreca	Retail Estates
Warehouses De Pauw (2003)	Umicore
Galapagos	Accentis (2003)
Fortis	Pinguin (2004)
Pinguin (2007)	Spector Photo Group
Ablynx	GBL
Aedifica	Solvac
Ascencio	Hamon & Cie
Warehouses Estates Belgium	Befimmo
	AB Inbev
	Warehouses De Pauw (2009)
	Picanol
	Deceuninck
	Exmar
	Punch International
	Option
	Elia
	Agfa-Gevaert
	Accentis (2010)

Tabel 8

Na het maken van deze 4 verschillende verdelingen zullen we aan onze dataset voor elk van de verdelingen een binaire variabele toevoegen die telkens aangeeft of een observatie in de A- of de B-groep zit. Dit maakt het gemakkelijker om via statistische software verschillen tussen de returns te onderzoeken en geeft ons ook een goed overzicht van hoe de verdelingen onderling verschillen. In Figuur 7 is dit overzicht grafisch weergegeven. Hierop is duidelijk te zien dat het grootste deel van de observaties (22 van de 32) zich bij elke verdeling in dezelfde groep bevindt. Dit betekent echter ook dat er 10 observaties zijn die bij de ene verdelingsmethode in de A-groep worden ingedeeld en bij een andere methode in de B-groep geplaatst worden. Deze minderheid lijkt toch nog groot genoeg te zijn om de resultaten van het verdere onderzoek te kunnen beïnvloeden, zodat het gebruik van meerdere verdelingen zijn nut lijkt te hebben om rekening te kunnen houden met deze eventuele beïnvloeding.



Figuur 7



## 9. Bespreking resultaten

### 9.1. Korte termijn koersevolutie

De eerste resultaten die we zullen bespreken zijn die omtrent de return rond prospectus. Deze zullen ons een antwoord geven op de vraag wat de invloed is van de doelstelling van een uitgifte op de aandelenkoers meteen na de aankondiging ervan. De resultaten worden weergegeven in Tabel 9. In deze tabel zien we voor verschillende groepen van observaties het aantal uitgiftes waar deze groep uit bestaat, de gemiddelde waarde van de groep voor de return rond prospectus, het 95%-betrouwbaarheidsinterval voor dit gemiddelde, de waarde van de t-statistiek die hierbij hoort en de P-waarde die daar het gevolg van is. Naast de verschillende groepen zijn er ook enkele rijen in de tabel die het verschil weergeven tussen de A- en de B-groep van onze 4 verdelingen. De waarde in de kolom gemiddelde is bij deze rijen het verschil tussen het gemiddelde van de B-groep en dat van de A-groep, daarnaast is voor dit verschil ook een betrouwbaarheidsinterval, een t-waarde en een P-waarde gegeven. Uit de rijen die de groepsgemiddeldes bespreken, zullen we kunnen afleiden of de return rond prospectus voor die groep significant verschilt van 0. De P-waarde die hier staat weergegeven is de waarde die aangeeft of we de nulhypothese dat het gemiddelde gelijk is aan 0 moeten verwerpen voor de alternatieve hypothese dat het gemiddelde niet gelijk is aan 0. We hebben de hypothesen zo geformuleerd omdat we zowel een mogelijk positief als een mogelijk negatief teken van deze returns willen onderzoeken. De rijen die de verschillen tussen 2 groepen weergeven zullen ons meer vertellen over de significantie van deze verschillen. Hieruit kunnen we dus afleiden of de doelstelling van de uitgifte een duidelijke invloed heeft op de return rond prospectus. De P-waarde in deze rijen is de waarde die aangeeft of we de nulhypothese dat dit verschil gelijk is aan 0 moeten verwerpen voor de alternatieve hypothese dat dit verschil kleiner is dan 0. De reden voor deze formulering is dat de hypothesen die we eerder in dit werk vooropgesteld hebben, verwachtten dat de gemiddeldes van de B-groepen negatief zullen zijn, terwijl die van de A-groepen niet negatief zullen zijn. Aangezien de verschillen in onze tabel gedefinieerd zijn als het verschil tussen het gemiddelde van de B-groep en dat van de A-groep is de impliciet uitgesproken verwachting dus dat dit verschil significant negatief zal zijn.

Om te beginnen gaan we na of er bepaalde groepen van observaties zijn die een gemiddelde waarde voor de return rond prospectus hebben die significant verschilt van 0. Bij de beschrijving van onze dataset konden we reeds vaststellen dat dit voor de volledige sample niet het geval is, de gegevens hieromtrent staat nog eens opnieuw weergegeven in de eerste rij van Tabel 9. Daaruit blijkt inderdaad dat de P-waarde van 0,2423 aanleiding geeft tot het aanvaarden van de nulhypothese dat dit gemiddelde gelijk is aan 0. Bij de eerste verdeling zien we dat zowel groep 1A als groep 1B een positief gemiddelde hebben, deze bedragen respectievelijk 1,43% en 3,57%. De betrouwbaarheidsintervallen en de P-waarden van 0,2061 en 0,3498 geven echter aan dat deze niet significant verschillen van 0. Voor groep 2A zien we een licht negatief gemiddelde, van -0,19%, terwijl groep 2B een gemiddelde waarde voor de return rond prospectus van 5,87% heeft. Ook hier zien we echter dat de P-waarden met 0,9050 en 0,2021 erop wijzen dat deze gemiddelden niet significant verschillen van 0. De waarden in de tabel bij groep 3A en groep 3B

zijn gelijkaardig aan deze van groep 2A en groep 2B, we vinden een licht negatief gemiddelde van -0,48% voor groep 3A en een positief gemiddelde van 6,66% voor groep 3B. De P-waarden zijn 0,7480 en 0,1760, dus opnieuw zien we geen significante verschillen met 0. Bij de vierde verdeling ten slotte hebben we een gemiddelde van 0,96% voor groep 4A en een gemiddelde van 3,59% voor groep 4B. Net als bij de andere verdelingen duiden de P-waarden met 0,4860 en 0,2964 op het aanvaarden van de nulhypothese dat deze gemiddelden niet significant verschillen van 0. We merken nu al op dat deze resultaten, hoewel niet significant, grotendeels het omgekeerde zijn van wat we verwacht hadden. De return rond prospectus is bij de B-groep namelijk groter dan bij de A-groep voor elk van de 4 verdelingen. We zullen hier verder op ingaan na het bespreken van de verschillen tussen de A- en de B-groepen.

In Tabel 9 kunnen we zien dat het verschil tussen de gemiddelden van groep 1B en 1A 2,14%-punt bedraagt. Dit verschil is dus positief, maar statistisch niet significant verschillend van 0 volgens de P-waarde van 0,6710. Het verschil tussen de gemiddelden van groep 2B en 2A is 6,07%-punt, maar ook hier hebben we een P-waarde van 0,9038, die niet duidt op significantie. Tussen de gemiddelden van groep 3B en groep 3A zit een verschil van 7,14%-punt. De P-waarde is hier 0,9379, dus we zullen de alternatieve hypothese dat het verschil negatief is zeker niet aanvaarden. Deze waarde komt echter in de buurt van 0,95, wat een aanvaarding van de hypothese dat het verschil positief is zou kunnen betekenen, maar aangezien de P-waarde dit punt nog niet overschrijdt is de conclusie een aanvaarding van de nulhypothese dat dit verschil niet significant verschilt van 0. In de laatste rij van de tabel zien we een verschil van 2,63%-punt tussen het gemiddelde van groep 4B en dat van groep 4A. De P-waarde die hierbij hoort is 0,6995 zodat we ook hier niet kunnen spreken van een significant verschil met 0. Het slot van de vorige alinea haalde al aan dat deze resultaten onze vooropgestelde hypothesen niet ondersteunen. Dat de A-groepen geen significant negatieve waarde vertonen hadden we wel verwacht, maar dat dit ook bij de B-groepen niet het geval is, komt niet overeen met onze verwachtingen. Als we kijken naar de verschillen tussen de B- en de A-groepen zien we een omgekeerd teken dan we vooraf gedacht zouden hebben. Dit verschil is namelijk steeds positief, maar aangezien het in geen enkel geval significant verschilt van 0 kan dit te maken hebben met stochastische variatie en besluiten we dat er geen verschillen zijn tussen de return rond prospectus voor de A- en de B-groepen. Op basis van deze resultaten lijkt de informatie omtrent de doelstelling van een openbare aandelenuitgifte geen duidelijke impact op de waardering van het aandeel te hebben.

Return rond prospectus	Aantal	Gemiddelde	95% BI	t-waarde	P-waarde
Volledige sample	31	0,0274412	[-0,0195459; +0,0744282]	1,1927	0,2423
Groep 1A	12	0,0143159	[-0,0091327; +0,0377645]	1,3437	0,2061
Groep 1B	19	0,0357309	[-0,0424772; +0,1139389]	0,9598	0,3498
Vershil 1		0,0214150	[-0,0765046; +0,1193346]	0,4473	0,6710
Groep 2A	16	-0,0019078	[-0,0353990; +0,0315834]	-0,1214	0,9050
Groep 2B	15	0,0587468	[-0,0353894; +0,1528829]	1,3385	0,2021
Vershil 2		0,0606546	[-0,0323025; +0,1536116]	1,3345	0,9038
Groep 3A	17	-0,0048101	[-0,0360047; +0,0263845]	-0,3269	0,7480
Groep 3B	14	0,0666035	[-0,0339428; +0,1671498]	1,4311	0,1760
Vershil 3		0,0714136	[-0,0208530; +0,1636802]	1,5830	0,9379
Groep 4A	10	0,0095982	[-0,0202916; +0,0394879]	0,7264	0,4860
Groep 4B	21	0,0359378	[-0,0339806; +0,1058563]	1,0722	0,2964
Vershil 4		0,0263397	[-0,0755516; +0,1282310]	0,5287	0,6995

Tabel 9

We zullen verder gaan met een gelijkaardige bespreking als de voorgaande, maar nu voor de resultaten omtrent de return prospectus-uitgifte. Zoals we eerder in dit werk al hebben aangegeven, verwachten we niet dat de resultaten omtrent de verschillen tussen de B- en de A-groepen anders zullen zijn dan deze voor de return rond prospectus aangezien er in de periode tussen de tweede dag na de prospectusdatum en de uitgifte geen nieuwe informatie omtrent de doelstelling bekend zal worden gemaakt. De resultaten van het onderzoek in verband met de return prospectus-uitgifte staan weergegeven in Tabel 10. Deze tabel is op dezelfde manier opgebouwd als Tabel 9. Opnieuw wordt in de eerste kolom aangegeven over welke groep van observaties de gegevens in de betreffende rij gaan, terwijl de andere kolommen het aantal observaties in de groep, de gemiddelde waarde van de groep voor de return prospectus-uitgifte, het 95%-betrouwbaarheidsinterval rond dit gemiddelde, een t-waarde en een P-waarde weergeven. Er zijn opnieuw 4 rijen die waarden weergeven die de verschillen tussen de A- en de B-groepen beschrijven. De P-waarden zijn op basis van dezelfde hypothesen gedefinieerd als die bij de return rond prospectus aangezien het de bedoeling is om de resultaten in verband met deze 2 variabelen met elkaar te vergelijken.

We kijken eerst of er groepen van observaties zijn waarbij de gemiddelde waarde van de return prospectus-uitgifte significant verschilt van 0. De gegevens voor de volledige sample staan in de eerste rij van Tabel 10, hier zien we dat het gemiddelde van -0,15% niet significant verschilt van 0, de P-waarde is namelijk 0,2688. Dit resultaat hebben we eerder al besproken bij het beschrijven van onze dataset. Als we verder gaan met de gemiddelden van de verschillende deelgroepen, hebben we voor groep 1A 0,09%, terwijl de gemiddelde return prospectus-uitgifte van groep 1B -0,29% is. De P-waarden van 0,4454 en 0,1516 geven echter aan dat deze gemiddelden niet significant verschillen van 0. Bij de tweede verdeling zien we een gemiddelde van 0,11% voor groep 2A en -0,42% voor groep 2B. Ook hier geven de P-waarden van 0,2060 en 0,0958 aan dat er geen significante verschillen met 0 zijn. We merken hier op dat deze stelling geldt op het 5%-significantieniveau, maar op het 10%-significantieniveau zouden we het gemiddelde van groep 2B wel als significant negatief benoemen. De derde verdeling geeft gelijkaardige resultaten als de

tweede, met een gemiddelde voor groep 3A van 0,10% en voor groep 3B van -0,41%. De P-waarde bij groep 3A is 0,2522, terwijl die bij groep 3B 0,1058 bedraagt. Dat wil zeggen dat er ook hier geen significante verschillen met 0 zijn. Groep 4A heeft een gemiddelde voor de return prospectus-uitgifte van 0,06% en groep 4B ten slotte heeft een gemiddelde van -0,24%. De P-waarden van 0,6762 en 0,1940 wijzen ook hier weer op het aanvaarden van de nulhypothese dat deze waarden niet significant verschillen van 0. De tekens die we in deze bespreking terugvinden komen overeen met de verwachtingen die we hadden voor de return rond prospectus. Na het bekijken van de verschillen tussen de B- en de A-groepen zullen we verder ingaan op deze vaststelling.

De andere gegevens in Tabel 10 geven meer informatie over de verschillen in de return prospectus-uitgifte tussen de B- en de A-groepen. Als we kijken naar het verschil tussen deze groepen voor de eerste verdeling, zien we een waarde van -0,38%-punt. De P-waarde van 0,0813 geeft aan dat dit niet significant verschilt van 0 op het 5%-niveau. Het verschil bij de tweede verdeling bedraagt -0,54%-punt, deze waarde lijkt duidelijk negatief en de P-waarde van 0,0184 geeft ook aan dat dit verschil significant negatief is. Het verschil tussen de gemiddelden van de B- en de A-groep bij de derde verdeling is -0,52%-punt. Met een P-waarde van 0,0228 is ook dit verschil significant kleiner dan 0. Het verschil tussen de gemiddelden bij de vierde en laatste verdeling ten slotte bedraagt -0,30%-punt. Deze waarde is net als de 3 andere negatief, maar de P-waarde van 0,1505 geeft aan dat dit verschil niet significant negatief is, hier aanvaarden we dus de nulhypothese dat er geen significant verschil met 0 is. Op het einde van de vorige alinea hebben we reeds vermeld dat deze resultaten deels overeen komen met de verwachtingen die we hadden voor de return rond prospectus. De gemiddelde waarden voor de return prospectus-uitgifte van de A-groepen zijn telkens positief, terwijl deze voor de B-groepen steeds negatief zijn. Hoewel deze waarden niet significant verschillen van 0, zijn ze toch in de richting die we verwacht hadden voor de resultaten omtrent de return rond prospectus gekend waren, aangezien we voor deze variabele geen andere uitkomsten dan bij de return rond prospectus verwachtten. Dit geldt zeker als we naar de verschillen tussen de B- en de A-groepen kijken. We hebben hier 2 significant negatieve en 2 niet-significant negatieve waarden op het 5%-niveau. Dit resultaat ondersteunt onze vooropgestelde hypothesen dat de doelstelling van de uitgifte bij de B-groepen een negatieve invloed op de aandelenreturns op korte termijn uitoefenen. Wat niet overeenkomt met onze hypothesen is de periode waarin deze invloed uitgeoefend wordt, blijkbaar is het effect van de doelstelling op de aandelenkoers pas te merken in de periode tussen de tweede dag na de prospectusdatum en de uitgifte. Hoe we de bovenstaande resultaten moeten interpreteren, zal besproken worden na het bekijken van de resultaten van het onderzoek over de lange termijn returns.

Return prospectus-uitgifte	Aantal	Gemiddelde	95% BI	t-waarde	P-waarde
Volledige sample	29	-0,0014694	[-0,0041372; +0,0011984]	-1,1283	0,2688
Groep 1A	11	0,0008785	[-0,0015856; +0,0033426]	0,7944	0,4454
Groep 1B	18	-0,0029042	[-0,0069855; +0,0011770]	-1,5013	0,1516
Vershil 1		-0,0037827	[-0,0091885; +0,0016230]	-1,4358	0,0813
Groep 2A	15	0,0011229	[-0,0006932; +0,0029389]	1,3261	0,2060
Groep 2B	14	-0,0042468	[-0,0093560; +0,0008623]	-1,7957	0,0958
Vershil 2		-0,0053697	[-0,0103857; -0,0003537]	-2,1965	0,0184
Groep 3A	15	0,0010210	[-0,0008125; +0,0028546]	1,1943	0,2522
Groep 3B	14	-0,0041377	[-0,0092798; +0,0010044]	-1,7384	0,1058
Vershil 3		-0,0051587	[-0,0102092; -0,0001083]	-2,0958	0,0228
Groep 4A	9	0,0005742	[-0,0024807; +0,0036290]	0,4334	0,6762
Groep 4B	20	-0,0023890	[-0,0061028; +0,0013249]	-1,3464	0,1940
Vershil 4		-0,0029631	[-0,0087277; +0,0028014]	-1,0547	0,1505

Tabel 10

## 9.2. Lange termijn koersevolutie

We gaan verder met het voorstellen van de resultaten van het onderdeel van dit onderzoek dat focust op de lange termijn return van aandelen na een openbare uitgifte. We zullen op gelijkaardige wijze als hierboven te werk gaan, maar nu de CAR gebruiken in de plaats van de return rond prospectus of de return prospectus-uitgifte. Op deze manier zullen we onderzoeken of een bepaalde doelstelling van een aandelenuitgifte aanleiding kan geven tot het behalen van abnormale returns in de jaren na de uitgifte. De resultaten zijn op dezelfde manier weergegeven als in het voorgaande deel. Dit wil zeggen dat Tabel 11 bestaat uit een eerste kolom die aangeeft over welke groep observaties de gegevens gaan, met daarnaast het aantal uitgiftes in de groep, de gemiddelde waarde voor de CAR in deze groep, een 95%-betrouwbaarheidsinterval rond dit gemiddelde, de t-waarde die erbij hoort en de P-waarde die aangeeft of we de nulhypothese moeten aanvaarden of verwerpen. Naast rijen die de verschillende groepen weergeven zijn er ook weer 4 rijen in de tabel die gegevens over het verschil tussen de B- en de A-groepen tonen. De P-waarden zijn gebaseerd op dezelfde hypothesen als bij het onderzoek over de korte termijn. In de rijen die per groep het verschil van de gemiddelde CAR met 0 onderzoeken, is de alternatieve hypothese dat de waarde verschillend van 0 is omdat we een mogelijk teken willen aantonen. In de rijen die het verschil tussen de gemiddelden van de B- en de A-groepen onderzoeken is de alternatieve hypothese dat dit verschil negatief is omdat dit in lijn zou zijn met onze vooropgestelde hypothesen.

Voor we beginnen met de invloed van de doelstelling op de CAR te onderzoeken, willen we echter verder ingaan op het resultaat dat we bij de bespreking van de dataset over deze variabele naar voor brachten. In de eerste rij van Tabel 11 staat nog eens weergegeven dat de gemiddelde CAR voor de hele sample 14,14% is en dat deze niet significant verschillend van 0 is, zoals de P-waarde van 0,4304 dit ook aangeeft. We willen nagaan of dit resultaat afhankelijk is van de tijdsduur waarover we de CAR berekenen. De waarden die we nu gebruiken zijn de som van de abnormale

returns van de eerste 38 tot 60 maanden na de uitgifte. Naast deze variabele zullen we nog 3 extra variabelen aan onze dataset toevoegen. De variabele 'CAR1' is de som van de abnormale returns van de eerste 12 maanden na de uitgifte, de variabele 'CAR2' sommeert de abnormale returns van de eerste 24 maanden na de uitgifte en de variabele 'CAR3' doet hetzelfde voor de eerste 36 maanden na de uitgifte. Door naast de CAR ook deze 3 andere variabelen te onderzoeken, kunnen we nagaan of er in het eerste jaar, de eerste 2 jaren of de eerste 3 jaren na de uitgifte wel significante abnormale returns te vinden zijn, die daarna weliswaar terug gecompenseerd worden. We hebben het onderzoek over de invloed van de doelstelling op de CAR ook uitgevoerd voor deze 3 extra variabelen om een vollediger beeld te krijgen van wanneer een eventuele impact zich precies voordoet. Deze resultaten staan op dezelfde manier als voor de variabele 'CAR' weergegeven in Tabel 12, Tabel 13 en Tabel 14. Hieruit kunnen we dus ook de evolutie van de gemiddelde CAR van de volledige sample over de verschillende jaren aflezen. Voor het eerste jaar na de uitgifte zien we een licht negatieve gemiddelde waarde van -3,30%. De P-waarde van 0,7750 geeft echter aan dat deze waarde zeker niet significant verschilt van 0. De CAR over de eerste 2 jaren na de uitgifte is gemiddeld positief, deze bedraagt namelijk 2,35%. Met een P-waarde van 0,8620 is deze ook duidelijk niet significant verschillend van 0. De gemiddelde CAR van de eerste 3 jaren na de uitgifte bedraagt 6,65%, maar ook deze P-waarde, van 0,7259, geeft aan dat we de nulhypothese dat dit gemiddelde niet verschilt van 0 aanvaarden. Samen met het reeds vermelde gemiddelde van de variabele 'CAR' bevestigen deze waarden onze bevinding bij het beschrijven van de dataset dat er in onze sample geen significante abnormale return na een openbare aandelenuitgifte te vinden is.

We zullen nu de resultaten bespreken die ons meer vertellen over de invloed van de doelstelling van de uitgifte op de returns van het aandeel achteraf, dit is wat ons vooral interesseert. Hiervoor beginnen we met de resultaten uit Tabel 11, die het onderzoek van de CAR bespreekt zoals we hem in het begin van dit werk gedefinieerd hebben. Groep 1A heeft een gemiddelde waarde van -1,14%, die duidelijk niet significant verschilt van 0 als we de P-waarde van 0,9511 bekijken. De gemiddelde CAR voor groep 1B is 23,30%, maar de P-waarde van 0,3865 geeft aan dat ook dit niet significant verschillend van 0 is. Bij de tweede verdeling vinden we in zowel de A- als de B-groep een positief gemiddelde, deze bedragen respectievelijk 5,95% en 22,32%. De P-waarde voor groep 2A is 0,7084 en die voor groep 2B is 0,4997, daaruit besluiten we dat beide gemiddelden niet significant verschillen van 0. Verder zien we bij groep 3A een gemiddelde van -1,45%, de P-waarde bedraagt 0,9354 dus dit gemiddelde is niet significant verschillend van 0. Groep 3B heeft een gemiddelde van 31,80% voor de CAR, maar ook hier is er geen significant verschil met 0 aangezien de P-waarde 0,3404 bedraagt. De groepen op basis van de vierde verdeling geven gelijkaardige resultaten. Groep 4A heeft een gemiddelde van -3,54%, terwijl groep 4B een gemiddelde van 23,40% heeft. Deze waarden zijn beide niet significant, de P-waarden bedragen namelijk 0,8637 voor groep 4A en 0,3593 voor groep 4B. De tekens die we hier vinden komen niet overeen met onze verwachtingen, de B-groepen hebben namelijk allemaal een positief teken voor de gemiddelde CAR. We merken wel op dat deze waarden duidelijk niet significant verschillen van 0, we zullen nu eerst de verschillen tussen de A- en de B-groepen bespreken voor we hier verder op ingaan.

Het verschil tussen de gemiddelden van groep 1B en 1A bedraagt 24,44%-punt. De P-waarde van 0,7437 geeft aan dat we hier de nulhypothese dat deze waarde niet significant verschilt van 0 moeten aanvaarden. Bij de tweede verdeling zien we een verschil tussen de B- en de A-groep van 16,37%-punt. Dit verschil is volgens de P-waarde van 0,6744 niet significant verschillend van 0. Het verschil tussen groep 3B en 3A is 33,25%-punt, de P-waarde van 0,8215 toont ook hier weer aan dat we de nulhypothese moeten aanvaarden. Het verschil tussen de gemiddelde CAR van de B- en de A-groep op basis van de vierde verdeling ten slotte bedraagt 26,93%-punt. Net als de eerste 3 verschillen is ook deze waarde niet significant verschillend van 0, zoals we aan de P-waarde van 0,7606 kunnen zien. Zoals we hierboven al aanhaalden zijn deze resultaten niet zoals we verwacht hadden. Volgens onze hypothesen zouden de verschillen tussen de B- en de A-groepen negatief moeten zijn, terwijl ze steeds positief blijken. Dit komt omdat de gemiddelde waarden voor de A-groepen zeer dicht rond 0 liggen, wat wel in de lijn van onze verwachtingen ligt, maar de B-groepen steeds een positief gemiddelde voor de CAR hebben waar we een negatief gemiddelde verwacht hadden. Aangezien alle waarden in Tabel 11 niet significant zijn, besluiten we dat hieruit geen duidelijk verband blijkt tussen de doelstelling van een aandelenuitgifte en de returns van het aandeel in de 38 tot 60 maanden erna.

CAR	Aantal	Gemiddelde	95% BI	t-waarde	P-waarde
Volledige sample	32	0,1413727	[-0,2195543; +0,5022997]	0,7989	0,4304
Groep 1A	12	-0,0113966	[-0,4111522; +0,3883590]	-0,0627	0,9511
Groep 1B	20	0,2330343	[-0,3172229; +0,7832915]	0,8864	0,3865
Vershil 1		0,2444309	[-0,5089527; +0,9978145]	0,6626	0,7437
Groep 2A	16	0,0595124	[-0,2732405; +0,3922652]	0,3812	0,7084
Groep 2B	16	0,2232331	[-0,4647320; +0,9111981]	0,6916	0,4997
Vershil 2		0,1637207	[-0,5685179; +0,8959593]	0,4566	0,6744
Groep 3A	17	-0,0144642	[-0,3866465; +0,3577180]	-0,0824	0,9354
Groep 3B	15	0,3179879	[-0,3730860; +1,0090620]	0,9869	0,3404
Vershil 3		0,3324522	[-0,3932552; +1,0581600]	0,9356	0,8215
Groep 4A	11	-0,0353701	[-0,4826478; +0,4119077]	-0,1762	0,8637
Groep 4B	21	0,2339523	[-0,2861521; +0,7540566]	0,9383	0,3593
Vershil 4		0,2693223	[-0,4976499; +1,0362950]	0,7171	0,7606

**Tabel 11**

Voor de volledige sample hebben we reeds gekeken of de gemiddelde CAR verschilt naarmate deze over verschillende periodes berekend wordt. We zullen dit ook doen voor de verschillende deelgroepen die we opgebouwd hebben. We herhalen dus de bovenstaande bespreking voor de variabelen CAR1, CAR2 en CAR3 om te kijken of er in het jaar na de uitgifte of de eerste 2 of 3 jaren erna wel een duidelijke invloed van de doelstelling van de uitgifte te vinden is. Als eerste bespreken we de resultaten omtrent de CAR1, deze zijn terug te vinden in Tabel 12. We zien dat de A-groepen telkens een negatief gemiddelde hebben, terwijl dit bij de B-groepen steeds positief is. Meer specifiek heeft groep 1A een gemiddelde van -31,43% en groep 1B een gemiddelde van 13,58%. Deze zijn allebei niet significant verschillend van 0 als we naar de P-waarden van respectievelijk 0,0990 en 0,3448 kijken. Groep 2A heeft een gemiddelde van -20,31%, wat niet

significant verschilt van 0 volgens de P-waarde van 0,1736. Groep 2B heeft een gemiddelde van 13,71%, deze waarde is ook niet significant verschillend van 0 aangezien de P-waarde 0,4415 bedraagt. Verder heeft groep 3A een gemiddelde van -20,45%, terwijl groep 3B een gemiddelde van 16,13% heeft. De P-waarden van 0,1513 voor groep 3A en 0,3892 voor groep 3B geven aan dat we voor beide groepen de nulhypothese dat het gemiddelde niet van 0 verschilt aanvaarden. Voor groep 4A en groep 4B zien we gelijkaardige resultaten, de eerste groep heeft een gemiddelde van -32,61% en de tweede een gemiddelde van 12,05%. Beide waarden zijn niet significant verschillend van 0, de P-waarden bedragen namelijk 0,1191 voor de A-groep en 0,3788 voor de B-groep. Tot hier toe zien we geen grote verschillen tussen de CAR op basis van de eerste 12 maanden na de uitgifte en de CAR op basis van de eerste 38 tot 60 maanden na de uitgifte.

We gaan verder met de verschillen tussen de B- en de A-groepen voor de CAR1. Bij de eerste verdeling vinden we een verschil van 45,01%-punt. De P-waarde is 0,9723, wat aangeeft dat we de alternatieve hypothese dat het verschil negatief is niet aanvaarden. Deze waarde duidt zelfs eerder richting een significant positief verschil, maar op het 5%-niveau aanvaarden we nog steeds de nulhypothese dat het verschil gelijk is aan 0 bij de alternatieve hypothese dat dit verschil niet gelijk is aan 0. Het verschil tussen groep 2B en groep 2A bedraagt 34,03%-punt, maar ook hier duidt de P-waarde van 0,9302 er niet op dat er een significant verschil met 0 is. De derde verdeling geeft ons een verschil tussen de B- en de A-groep van 36,58%-punt. De P-waarde van 0,9440 geeft aan dat er geen significant verschil met 0 is. Groep 4B en groep 4A ten slotte verschillen 44,66%-punt in hun gemiddelden voor de CAR1. Aangezien de P-waarde 0,9687 bedraagt, aanvaarden we ook hier de nulhypothese dat dit verschil gelijk is aan 0. Al de conclusies omtrent de resultaten voor de CAR op basis van de eerste 12 maanden na de uitgifte komen dus overeen met diegene omtrent de resultaten voor de CAR op basis van de eerste 38 tot 60 maanden na de uitgifte. We merken wel op het gemiddelde voor de CAR1 in elke groep kleiner is dan dat voor de variabele 'CAR'. Het lijkt er dus op dat er in het eerste jaar na de uitgifte slechter gepresteerd wordt dan in de jaren erna, maar de waarden voor de gemiddelde CAR zijn in geen van beide gevallen significant verschillend van 0. We besluiten dus net als bij het onderzoek van de variabele 'CAR' dat er geen duidelijk verband is tussen de doelstelling van de uitgifte en de returns van het aandeel in de 12 maanden erna.



CAR1	Aantal	Gemiddelde	95% BI	t-waarde	P-waarde
Volledige sample	32	-0,0330069	[-0,2664532; +0,2004394]	-0,2884	0,7750
Groep 1A	12	-0,3143017	[-0,6981645; +0,0695610]	-1,8021	0,0990
Groep 1B	20	0,1357700	[-0,1575364; +0,4290764]	0,9688	0,3448
Vershil 1		0,4500717	[-0,0111876; +0,9113311]	1,9927	0,9723
Groep 2A	16	-0,2031435	[-0,5061859; +0,0998989]	-1,4288	0,1736
Groep 2B	16	0,1371297	[-0,2325348; +0,5067941]	0,7907	0,4415
Vershil 2		0,3402732	[-0,1177304; +0,7982768]	1,5173	0,9302
Groep 3A	17	-0,2044793	[-0,4921321; +0,0831735]	-1,5069	0,1513
Groep 3B	15	0,1613285	[-0,2280733; +0,5507302]	0,8886	0,3892
Vershil 3		0,3658078	[-0,0904229; +0,8220384]	1,6375	0,9440
Groep 4A	11	-0,3261180	[-0,7523793; +0,1001433]	-1,7047	0,1191
Groep 4B	21	0,1205275	[-0,1587916; +0,3998466]	0,9001	0,3788
Vershil 4		0,4466455	[-0,0251320; +0,9184229]	1,9335	0,9687

Tabel 12

In Tabel 13 worden de resultaten van het onderzoek omtrent de CAR2 opgenomen. Hieruit zullen we kunnen afleiden of er in de eerste 24 maanden na de uitgifte een significant verband bestaat tussen de doelstelling van de uitgifte en de aandelenreturns. Net als bij de CAR1, zijn de gemiddelden van alle A-groepen negatief en die van alle B-groepen positief. Groep 1A heeft een gemiddelde van -25,56% en een P-waarde van 0,0826. Dit geeft aan dat er geen significant verschil met 0 is. De gemiddelde CAR2 bij groep 1B is 19,10% en de P-waarde hierbij bedraagt 0,3319, wat wil zeggen dat we de nulhypothese dat het gemiddelde gelijk is aan 0 aanvaarden. Bij de tweede verdeling hebben de A- en de B-groep gemiddelden van respectievelijk -16,19% en 20,89%. De P-waarden van 0,2001 voor groep 2A en 0,3878 voor groep 2B duiden erop dat er geen significante verschillen met 0 zijn. We vinden heel gelijkaardige resultaten terug op basis van de derde verdeling. Groep 3A heeft een gemiddelde van -16,68% en een P-waarde van 0,1950, terwijl groep 3B een gemiddelde van 23,92% heeft en een P-waarde die 0,3414 bedraagt. De waarden voor beide groepen zijn dus niet significant verschillend van 0. Groep 4A heeft een gemiddelde van -31,05%. De P-waarde die hier bij hoort is 0,0473, dit wil zeggen dat we de nulhypothese verwerpen op het 5%-niveau en de alternatieve hypothese dat het gemiddelde significant verschilt van 0 aanvaarden. Het gemiddelde van Groep 4B bedraagt 19,85% en de P-waarde van deze groep is 0,2882. Hier aanvaarden we dus opnieuw de nulhypothese en spreken we niet van een significant verschil met 0. De meeste van deze resultaten zijn dus niet significant. Enkel groep 4A heeft een significant negatief gemiddelde voor de CAR2. Dit resultaat is niet volgens onze verwachtingen, maar aangezien dit het enige significante resultaat is, zullen we eerst de verschillen tussen de B- en de A-groepen bekijken om na te gaan of hier resultaten tussen zitten die ook significant zijn.

Op basis van de eerste verdeling vinden we een verschil terug tussen de B- en de A-groep van 44,66%-punt. De P-waarde bedraagt 0,9460 dus er is geen significant verschil met 0. Tussen de gemiddelden van groep 2B en groep 2A zit een verschil van 37,08%-punt. De P-waarde die hierbij hoort, bedraagt 0,9147. Dit geeft aan dat we de nulhypothese dat de waarde niet significant verschilt met 0 aanvaarden. Voor de derde verdeling bedraagt het verschil tussen de B- en de A-

groep 40,61%-punt en de P-waarde 0,9335. Het verschil tussen de gemiddelden is ook hier dus niet significant verschillend van 0. Het verschil tussen de gemiddelde CAR2 van groep 4B en die van groep 4A ten slotte is 50,90%-punt. De P-waarde van 0,9647 wijst op een aanvaarding van de nulhypothese dat er geen significant verschil met 0 is. Deze resultaten en die uit de voorgaande alinea zijn gelijkaardig met de resultaten die we ook al vonden voor de variabelen CAR en CAR1. Opvallend is dat elke groep een gemiddelde waarde voor de CAR2 heeft die groter is dan de gemiddelde CAR1 en kleiner is dan de gemiddelde CAR. Er lijkt dus inderdaad een evolutie te zijn richting een positievere, of minder negatieve CAR in de loop van de jaren na een aandelenuitgifte. Aangezien bijna alle waarden echter niet significant zijn, is deze evolutie niet sterk genoeg om er belangrijke conclusies aan te koppelen. Met uitzondering van de gemiddelde CAR2 van groep 4A vinden we ook hier geen significante resultaten. We kunnen dus stellen dat er ook voor de periode van 24 maanden na een uitgifte geen duidelijk verband is tussen de doelstelling van de uitgifte en de aandelenreturns die erop volgen.

CAR2	Aantal	Gemiddelde	95% BI	t-waarde	P-waarde
Volledige sample	32	0,0235104	[-0,2500275; +0,2970484]	0,1753	0,8620
Groep 1A	12	-0,2556311	[-0,5502501; +0,0389879]	-1,9097	0,0826
Groep 1B	20	0,1909953	[-0,2104995; +0,5924902]	0,9957	0,3319
Verschil 1		0,4466264	[-0,1038702; +0,9971230]	1,6569	0,9460
Groep 2A	16	-0,1618886	[-0,4193454; +0,0955681]	-1,3403	0,2001
Groep 2B	16	0,2089095	[-0,2917638; +0,7095828]	0,8894	0,3878
Verschil 2		0,3707981	[-0,1686371; +0,9102334]	1,4038	0,9147
Groep 3A	17	-0,1668311	[-0,4283210; +0,0946587]	-1,3525	0,1950
Groep 3B	15	0,2392309	[-0,2817695; +0,7602312]	0,9848	0,3414
Verschil 3		0,4060620	[-0,1309648; +0,9430888]	1,5442	0,9335
Groep 4A	11	-0,3105378	[-0,6166021; -0,0044736]	-2,2607	0,0473
Groep 4B	21	0,1984881	[-0,1809661; +0,5779423]	1,0911	0,2882
Verschil 4		0,5090259	[-0,0456302; +1,0636820]	1,8743	0,9647

Tabel 13

Ten slotte herhalen we de bespreking nog eens voor de CAR3. Deze geeft de CAR op basis van de eerste 36 maanden na de uitgifte weer. De resultaten van dit deel van het onderzoek staan weergegeven in Tabel 14. We zien in de tabel een gemiddelde van -7,24% voor groep 1A met een bijbehorende P-waarde van 0,7221. Op basis hiervan aanvaarden we dus de nulhypothese dat er geen significant verschil met 0 is. Groep 1B heeft een gemiddelde van 14,98% en een P-waarde van 0,5968. Dit geeft aan dat de waarde niet significant verschillend van 0 is. Bij de tweede verdeling zien we een gemiddelde van -0,19% bij de A-groep en van 13,48% bij de B-groep. De P-waarden bedragen respectievelijk 0,9910 en 0,6987, beide gemiddelden zijn dus niet significant verschillend van 0. Het gemiddelde voor groep 3A is -6,78% en de P-waarde voor deze groep is 0,7172. Ook hier is er dus geen significant verschil met 0. Groep 3B heeft een gemiddelde waarde voor de CAR3 van 21,86%. De P-waarde van 0,5378 duidt opnieuw niet op een significant verschil met 0. Dit vinden we ook niet terug bij de groepen op basis van de vierde verdeling. Groep 4A heeft namelijk een gemiddelde van -18,02%, terwijl groep 4B een gemiddelde waarde van 19,56% heeft. De P-waarden van 0,4111 voor de A-groep en 0,4663 voor de B-groep bevestigen inderdaad

dat ook deze laatste gemiddelden niet significant verschillen van 0. Net als bij de variabelen CAR1 en CAR2 vinden we ook hier negatieve waarden voor alle A-groepen en positieve voor alle B-groepen. Alle gemiddelden in deze tabel zijn echter duidelijk niet significant verschillend van 0.

Net als bij de vorige variabelen zullen we ook nog het verschil bespreken tussen de gemiddelden van de B-groepen en die van de A-groepen. Als eerste zien we een verschil van 22,22%-punt tussen de B- en de A-groep op basis van de eerste verdeling. De P-waarde van 0,7123 geeft aan dat dit niet significant verschilt van 0. Bij de tweede verdeling zien we een verschil van 13,68%-punt en een P-waarde van 0,6389. Ook hier is er dus geen significant verschil met 0. Het verschil tussen de gemiddelden van groep 3B en groep 3A bedraagt 28,64%-punt. De P-waarde van 0,7721 duidt op een aanvaarding van de nulhypothese dat deze waarde niet verschilt van 0. Ten slotte is er nog het verschil tussen groep 4B en 4A, dit bedraagt 37,58%-punt. Net als bij de andere waarden is ook deze niet significant verschillend van 0. De P-waarde van 0,8248 bevestigt dit. Deze resultaten zijn in dezelfde lijn met degene die we vonden bij de variabelen CAR, CAR1 en CAR2. Er zijn geen significante verschillen met 0 bij de gemiddelde waarden voor de CAR3 van de verschillende groepen, ook de verschillen tussen de B- en de A-groepen zijn steeds niet significant. Voor de CAR op basis van de eerste 36 maanden na een uitgifte besluiten we dus net als bij de CAR op basis van de andere periodes dat we geen duidelijke invloed van de doelstelling van de uitgifte op de aandelenreturns achteraf vinden.

CAR3	Aantal	Gemiddelde	95% BI	t-waarde	P-waarde
Volledige sample	32	0,0664577	[-0,3167169; +0,4496323]	0,3537	0,7259
Groep 1A	12	-0,0724012	[-0,5091637; +0,3643612]	-0,3649	0,7221
Groep 1B	20	0,1497731	[-0,4328673; +0,7324135]	0,5380	0,5968
Vershil 1		0,2221743	[-0,5792089; +1,0235580]	0,5662	0,7123
Groep 2A	16	-0,0019267	[-0,3617924; +0,3579390]	-0,0114	0,9910
Groep 2B	16	0,1348421	[-0,5934961; +0,8631804]	0,3946	0,6987
Vershil 2		0,1367688	[-0,6416333; +0,9151709]	0,3588	0,6389
Groep 3A	17	-0,0678069	[-0,4576598; +0,3220459]	-0,3687	0,7172
Groep 3B	15	0,2186243	[-0,5237928; +0,9610415]	0,6316	0,5378
Vershil 3		0,2864313	[-0,4878364; +1,0606990]	0,7555	0,7721
Groep 4A	11	-0,1801665	[-0,6482021; +0,2878692]	-0,8577	0,4111
Groep 4B	21	0,1956418	[-0,3538223; +0,7451059]	0,7427	0,4663
Vershil 4		0,3758083	[-0,4333463; +1,1849630]	0,9485	0,8248

Tabel 14

De gezamenlijke resultaten van het onderzoek omtrent de variabelen CAR, CAR1, CAR2 en CAR3 geven dus weer dat de A-groepen meestal een gemiddeld negatieve abnormale return hebben, terwijl de B-groepen een gemiddeld positieve abnormale return hebben. Het logisch gevolg hiervan is uiteraard dat het verschil steeds positief is. Deze tekens zijn niet zoals we verwacht hadden, maar aangezien bijna alle waarden niet significant verschillen van 0, is de conclusie uit deze resultaten dat de aandelenreturns na de uitgifte niet zullen verschillen naargelang de doelstelling die in de prospectus beschreven is. Als we naar de koersen van de verschillende observaties kijken zien we echter dat vanaf de derde maand na de uitgifte van Accentis in 2010 dit aandeel steeds

schommelt tussen de €0,01 en €0,02. Dit zorgt ervoor dat de maandelijkse returns steeds 100%, 0% of -50% zullen zijn. Bij het berekenen van de maandelijkse abnormale returns door het verschil te nemen tussen de gerealiseerde en de verwachte return zal bij een koersstijging deze positieve waarde dus steeds veel groter zijn in absolute waarde dan de negatieve waarde bij een koersdaling. Hierdoor zal de CAR een vertekend beeld geven en veel groter zijn dan wanneer de koers van het aandeel Accentis deze beweging zou maken op een normaler koersniveau. We zien in onze dataset dan ook dat deze observatie bij de variabelen CAR, CAR1 en CAR3 de grootste waarde heeft. Het is mogelijk dat de bovenstaande resultaten hierdoor beïnvloed worden en het lijkt dus aangewezen deze te herberekenen zonder de uitgifte van Accentis in 2010 in de dataset.

De resultaten van deze herberekening zijn samengevat weergegeven in Tabel 15. Deze tabel toont de gemiddelde waarde van de variabelen CAR, CAR1, CAR2 en CAR3 voor elk van de groepen die in de eerste kolom staan. Waarden in de tabel die significant verschillen van 0 staan aangeduid met een \*. De betrouwbaarheidsintervallen, de t-waarden en de P-waarden geven we niet weer omdat we de bespreking van deze resultaten minder uitgebreid zullen maken dan die van de voorgaande resultaten. Om te beginnen zien we dat de gemiddelden van de verschillende variabelen voor alle overgebleven uitgiftes samen allemaal gedaald zijn. De gemiddelde CAR2 en CAR3 worden nu net als bij de CAR1 negatief, maar deze waarden zijn niet significant verschillend van 0. Daarnaast merken we op dat er voor de A-groepen geen verschil is ten opzichte van de voorgaande resultaten aangezien de observatie die we weggelaten hebben bij elke verdeling in de B-groep zat. Dit wil zeggen dat van de gemiddelden van de A-groepen opnieuw enkel de gemiddelde CAR2 van groep 4A significant is. De CAR van de weggelaten uitgifte was steeds sterk boven het gemiddelde, dus voor de B-groepen zien we nu overal lagere waarden dan in de voorgaande bespreking. Alle gemiddelden zijn nog steeds positief, buiten bij de CAR3 voor groep 2B. De waarden blijven voor alle B-groepen niet significant verschillend van 0. In tegenstelling tot wanneer we de uitgifte van Accentis in 2010 wel in onze dataset hadden, zien we nu dat enkele verschillen tussen de B- en de A-groepen negatief geworden zijn. Meer bepaald bij de resultaten op basis van de tweede verdeling is er een negatief verschil tussen de B- en de A-groep voor de variabelen CAR en CAR3. Alle andere verschillen blijven wel positief. Aangezien de waarden voor de A-groepen onveranderd zijn gebleven en die voor de B-groepen zijn gedaald, zijn alle verschillen ook kleiner geworden. Het is dus niet verrassend dat hier ook geen significante verschillen met 0 tussen zitten. Door het weglaten van de uitgifte van Accentis in 2010 vinden we dus resultaten die onze conclusie dat er op basis van onze gegevens geen verband is tussen de doelstelling van een uitgifte en de aandelenreturns achteraf ondersteunen en zelfs versterken.

<b>Resultaten zonder uitgifte</b>				
<b>Accentis in 2010</b>	<b>CAR</b>	<b>CAR1</b>	<b>CAR2</b>	<b>CAR3</b>
Volledige sample	0,0543822	-0,0948365	-0,0198837	-0,0257067
Groep 1A	-0,0113966	-0,3143017	-0,2556311	-0,0724012
Groep 1B	0,0959268	0,0437731	0,1290094	0,0037846
Vershil 1	0,1073234	0,3580748	0,3846405	0,0761859
Groep 2A	0,0595124	-0,2031435	-0,1618886	-0,0019267
Groep 2B	0,0489101	0,0206909	0,1315883	-0,0510720
Vershil 2	-0,0106022	0,2238344	0,2934769	-0,0491453
Groep 3A	-0,0144642	-0,2044793	-0,1668311	-0,0678069
Groep 3B	0,1379816	0,0383011	0,1585525	0,0254151
Vershil 3	0,1524458	0,2427804	0,3253836	0,0932220
Groep 4A	-0,0353701	-0,3261180	-0,3105378*	-0,1801665
Groep 4B	0,1037460	0,0323683	0,1399761	0,0592462
Vershil 4	0,1391161	0,3584863	0,4505139	0,2394127
*=significant verschillend van 0				

Tabel 15



## 10. Conclusie

In de loop van dit werk hebben we een antwoord gezocht op de drie deelvragen volgens dewelke ons onderzoek is opgebouwd. Als conclusie zullen we onze bevindingen hieromtrent in deze en de volgende alinea's bespreken. We beginnen met het antwoord op de vraag wat de verschillende soorten doelstellingen van een publieke aandelenuitgifte zijn. Aangezien de doelstellingen beschreven staan in de prospectus als een paragraaf of pagina tekst, is het niet altijd eenvoudig om deze in een bepaalde categorie te plaatsen. Er zijn ook verschillende uitgiftes die meerdere uiteenlopende doelen hebben, waardoor het niet altijd duidelijk is wat de belangrijkste reden is. We hebben geprobeerd om een overzicht te geven van de verschillende categorieën doelstellingen die voorkomen in onze sample. Op basis van de beschrijving van de doelen in de prospectussen zien we de volgende 7 categorieën bij verschillende uitgiftes terugkomen: investeringen, herkapitalisatie, algemene bedrijfsdoeleinden, overname, groei ondersteunen, werkkapitaal en operationele herstructureringen. Naast te weten te komen wat de verschillende categorieën zijn, was het de bedoeling om op basis van de doelstelling onze sample te verdelen in enkele groepen die we in het verdere onderzoek zouden kunnen gebruiken. Het voornaamste onderscheid dat we hiervoor gemaakt hebben is dat tussen de categorie investeringen en de categorie herkapitalisatie. In andere onderzoeken bleek immers vooral de doelstelling investeringen een invloed te hebben op de aandelenreturns. We hebben gekozen voor een aanpak die een zo objectief mogelijk beeld weergeeft door de sample op 4 verschillende manieren in 2 groepen te verdelen. Bij het onderzoek omtrent het korte termijn koersverloop zien we dat er enkel significante verschillen tussen de groepen zijn voor de gemiddelde return prospectus-uitgifte bij 2 van de 4 verdelingen. De opdeling op basis van de rangschikking die bedrijven die sterk focussen op investeringen bovenaan plaatst en de opdeling die ondernemingen die investeringen of overnamedoeleinden vermelden als een aparte groep neemt, maken blijkbaar een beter onderscheid inzake het koersverloop tussen de aankondiging en de uitgifte. Hieruit kunnen we afleiden dat voor deze periode vooral het al dan niet voorkomen van investeringsdoeleinden en de nadruk die hierop gelegd wordt belangrijke informatie voor de markt zijn. Het onderzoek omtrent de returns op lange termijn na een uitgifte geeft voor geen enkele van onze 4 verdelingen significante resultaten, dus hier lijkt de manier waarop we de sample verdeeld hebben geen groot verschil te maken.

De tweede deelvraag van ons onderzoek ging over de invloed van de doelstelling op het koersverloop in de periode van de aankondiging van een publieke uitgifte van aandelen tot aan de uitgifte zelf. De resultaten omtrent de return rond prospectus waren in alle gevallen niet significant verschillend van 0. We hebben dus voor geen enkele groep een duidelijk positieve of negatieve gemiddelde waarde gevonden en ook voor de verschillen tussen de B- en de A-groepen konden we de nulhypothese dat deze gelijk waren aan 0 nooit verwerpen. De verwachting was dat de bekendmaking van de doelstelling van de uitgifte op het moment van de goedkeuring van de prospectus een duidelijke invloed zou hebben op de marktwaardering van een onderneming. Dit lijkt op basis van onze resultaten niet het geval. De mogelijkheid bestaat echter dat het fout was om er vanuit te gaan dat de informatie uit de prospectus de markt bereikt op de datum dat de FSMA dit document goedkeurt. Dit kan ook pas enkele dagen later gebeuren en dat zou betekenen dat in de tijdspanne waarover we de return berekend hebben voor de return rond prospectus geen

nieuwe informatie in verband met de doelstelling bekend raakt, wat een verklaring zou kunnen zijn waarom we geen significante resultaten gevonden hebben. De resultaten omtrent de return prospectus-uitgifte zijn een verdere ondersteuning voor deze verklaring. Hier vinden we namelijk voor elk van onze 4 verdelingen een positieve gemiddelde waarde voor de A-groep en een negatieve voor de B-groep. Deze waarden zijn weliswaar niet significant verschillend van 0, maar de verschillen tussen de B- en de A-groepen zijn dit in 2 van de 4 gevallen wel. In de periode tussen de datum van goedkeuring van de prospectus en de uitgifte heeft de doelstelling dus een duidelijke invloed op het koersverloop. Als de informatie hieromtrent pas enkele dagen na de goedkeuring van de prospectus bekend raakt, zal de invloed hiervan inderdaad enkel in de return prospectus-uitgifte en niet in de return rond prospectus terug te vinden zijn. Zoals we vooropgesteld hebben in onze hypotheses zorgt het aangeven van investeringsmogelijkheden in de doelstelling dus voor een positievere koersreactie dan wanneer dit niet het geval is. De verklaring die we hiervoor in het begin van dit werk al gaven is dat er minder mogelijkheden tot markttiming zijn wanneer een onderneming de opbrengst van de uitgifte nodig heeft om in een specifiek project te investeren. Ze zal namelijk vaak niet vrij kunnen kiezen wanneer de investering precies zal gebeuren. Bij andere doeleinden heeft het bedrijf meer speling om een geschikt moment van uitgifte te kiezen, de kans dat dit dan gebeurt op een moment dat de aandelen overgewaardeerd zijn is veel groter. Hierdoor zal de aandelenkoers bij dit soort uitgiftes negatiever reageren. Voor bedrijven die een openbare aandelenuitgifte willen uitvoeren zijn deze resultaten belangrijk aangezien de koersreactie op de aankondiging van de uitgifte zal afhangen van de beschrijving van de doelstelling ervan. Als een bedrijf toekomstige investeringsmogelijkheden heeft doet het er goed aan deze duidelijk te benadrukken in de prospectus om te vermijden dat de markt uitgaat van een overwaardering van de aandelen en de koers hierdoor naar beneden bijstelt.

De derde en laatste deelvraag van dit onderzoek gaat over de aandelenreturns op lange termijn na een openbare uitgifte van aandelen. Meer bepaald is de CAR over verschillende periodes onderzocht, alsook de invloed van de doelstelling van de uitgifte erop. Deze abnormale returns zijn met behulp van het CAPM berekend. Op basis van de literatuurstudie hadden we verwacht dat de uitgiftes die in de beschrijving van hun doelstelling de focus legden op het versterken van hun kapitaalstructuur of het afbetalen van schulden een negatieve waarde zouden hebben voor de CAR, aangezien deze variabele berekend is op basis van het profiel van het bedrijf van voor de uitgifte. Door het extra eigen vermogen dat opgehaald wordt bij de uitgifte zal het risico van de onderneming echter dalen door een hogere solvabiliteit wat ook een daling van de verwachte return tot gevolg heeft. De verwachte returns berekend met het CAPM zullen dus hoger zijn dan de nieuwe verwachte return waardoor de gevonden waarde voor de abnormale return overwegend negatief zal zijn. Bij de uitgiftes die in de beschrijving van hun doelstelling meer de nadruk op nieuwe investeringen leggen, hadden we verwacht dat deze risicodaling en dus de negatieve abnormale returns niet zouden voorkomen. Onze resultaten hebben echter aangetoond dat er over het algemeen geen significante verschillen zijn tussen de gemiddelden voor de verschillende variabelen die de CAR weergeven van de B- en de A-groepen. Dit kan mogelijk verklaard worden door een resultaat uit het onderzoek van Walker & Yost (2008). Deze auteurs, die voor hun onderzoek gegevens uit de Verenigde Staten gebruikt hebben, stellen dat de lange termijn schuld van een onderneming na een aandelenuitgifte steeds wordt verhoogd, zelfs als de reden van de



uitgifte het afbetalen van schulden was. Niet enkel het eigen vermogen zal dus stijgen na een aandelenuitgifte, maar ook het vreemd vermogen. Als dit ook het geval is voor de Belgische ondernemingen in onze sample, dan zal de redenering die tot onze hypotheses heeft geleid niet kloppen. Er zal dan namelijk geen verschil in de solvabiliteit van een onderneming zijn voor en na de uitgifte, onafhankelijk van de doelstelling. Het risicoprofiel en de verwachte returns zullen dus niet wijzigen afhankelijk van de focus van de doelstelling op investeringen of op het versterken van de kapitaalstructuur. Dit zou de reden kunnen zijn dat de meeste gemiddelde waarden voor de verschillende variabelen die de CAR voorstellen bij al onze groepen niet significant verschillend zijn van 0 en dat er ook tussen de B- en de A-groepen geen significante verschillen gevonden zijn.

De waarde van de resultaten uit dit onderzoek wordt enigszins beperkt door de kleine omvang van onze sample. Het feit dat er relatief weinig openbare aandelenuitgiftes plaatsvinden op de Brusselse beurs en de moeilijkheid om gegevens te vinden over uitgiftes naarmate deze verder teruggaan in de tijd hebben ervoor gezorgd dat het aantal observaties waarmee we gewerkt hebben 32 bedraagt. Voor dit onderzoek hebben we de volledige sample ook steeds opgedeeld in 2 verschillende groepen, waardoor de gemiddelde waarden die we onderzocht hebben voor sommige variabelen slechts op 10 uitgiftes gebaseerd zijn. Bij een groter aantal observaties zou de nauwkeurigheid van de resultaten verhogen. Daarnaast hebben we de beta voor ons CAPM berekend op basis van de gegevens van het jaar voor de uitgifte. We hebben de returns van de verschillende observaties na de uitgifte dus steeds vergeleken met de verwachte returns gebaseerd op het profiel van de onderneming over het jaar voor de uitgifte. Het is mogelijk dat de resultaten voor een gedeelte afhankelijk zijn van de periode op basis waarvan de beta berekend is en de manier waarop dit is gebeurd. Hoe langer de periode is waarop de berekening van de beta gebaseerd is, hoe correcter het beeld zal zijn dat deze waarde weergeeft. Door onder andere deze opmerkingen zien we mogelijkheden om verder te gaan op het onderzoek dat hier is uitgevoerd. Ten eerste is het aangewezen om de verklaring die we hebben voorgesteld omtrent de resultaten van de tweede deelvraag verder te onderzoeken. Er kan nagegaan worden op welk moment de informatie over de doelstelling van een uitgifte dan wel openbaar gemaakt wordt om de koersreactie op dit moment te kunnen bestuderen. Ook de mogelijke verklaring voor de resultaten van het onderzoek rond de CAR die we hebben geboden, kan onderzocht worden. Hiervoor moet de solvabiliteitsverandering van Belgische ondernemingen na een openbare aandelenuitgifte in kaart gebracht worden. De resultaten hiervan zullen de redenering uit de vorige alinea ondersteunen of tegenspreken. Aangezien we reeds aanhaalden dat de omvang van de sample voor dit onderzoek eerder beperkt is, lijkt het ook interessant om een gelijkaardige studie uit te voeren op basis van een grotere groep observaties. Ten slotte stellen we voor dat de afhankelijkheid van de resultaten op de manier waarop de beta berekend wordt verder getest kan worden. Door verschillende methodes te gebruiken om deze variabele te bepalen is het mogelijk om na te gaan of de resultaten en conclusies dezelfde zullen blijven onafhankelijk van de gebruikte methode.



## 11. Referenties

- Accentis. (z.d.). *Jaarverslagen*. Geraadpleegd op 31 maart 2014, van <http://www.accentis.com/node/13>
- Allen, D.E., & Soucik, V. (2008). Long-run underperformance of seasoned equity offerings: Fact or an illusion?. *Mathematics and Computers in Simulation*, 78, 146–154.
- Alti, A., & Sulaeman, J. (2012). When do high stock returns trigger equity issues?. *Journal of Financial Economics*, 103, 61-87.
- Autore, D.M., Bray, D.E., & Peterson, D.R. (2009). Intended use of proceeds and the long-run performance of seasoned equity issuers. *Journal of Corporate Finance*, 15, 358-367.
- Autore, D.M., & Kovacs, T. (2010). Equity issues and temporal variation in information asymmetry. *Journal of Banking & Finance*, 34, 12-23.
- Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten. (z.d.). *Door de FSMA goedgekeurde prospectussen*. Geraadpleegd op 9 september 2013, van <http://www.fsma.be/nl/Supervision/fm/oa/ug/ProspectusEms.aspx>
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *Journal of Finance*, 57, 1–32.
- Barber, B.M., & Lyon, J.D. (1997). Detecting long-run abnormal stock returns: the empirical power and specification of test statistics. *Journal of Financial Economics*, 43, 341-372.
- Bayless, M., & Jay, N.R. (2001). An examination of the performance of SEOs using a comparison period approach. *Journal of Economics and Business*, 53, 359-386.
- Bayless, M., & Jay, N.R. (2003). Is the performance of firms following seasoned equity issues anomalous?. *Journal of Banking & Finance*, 27, 1273-1296.
- Bayless, M., & Jay, N. (2008). A multiperiod evaluation of returns following seasoned equity offerings. *Journal of economics & business*, 60, 291-311.
- Bilinski, P., Liu, W., & Strong, N. (2012). Does liquidity risk explain low firm performance following seasoned equity offerings?. *Journal of Banking & Finance*, 36, 2770-2785.
- Brav, A., Geczy, C., & Gompers, P.A. (2000). Is the abnormal return following equity issuances anomalous?. *Journal of financial economics*, 56, 209-249.
- Chemmanur, T.J., He, S., & Hu, G. (2009). The role of institutional investors in seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 94, 384-411.
- De Tijd. (z.d.). *Grafieken*. Geraadpleegd op 9 maart 2014, van <http://grafieken.tijd.be/150021059>
- Dhatt, M.S., Kim, Y.H., & Mukherji, S. (1996). Seasoned equity issues: The Korean experience. *Pacific-Basin Finance Journal*, 4, 31-43.

Eckbo, B.E., Masulis, R.W., & Norli, O. (2000). Seasoned public offerings: resolution of the 'new issues puzzle'. *Journal of Financial Economics*, 56, 251-291.

Euronext. (z.d.). *Quotes*. Geraadpleegd op 9 maart 2014, van <https://www.euronext.com/products/equities/BE0003766806-XBRU/quotes>

Fama, E.F., & French, K.R. (1993). Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics*, 33, 3-56.

Farinos, J.E., Garcia, C.J., & Ibanez, A.M. (2007). Is the long-run underperformance of seasoned equity issues irrational? Evidence from Spain. *International Review of Financial Analysis*, 16, 183-199.

Gomes, A., & Phillips, G. (2012). Why do public firms issue private and public securities?. *Journal of Financial Intermediation*, 21, 619-658.

Jeanneret, P. (2005). Use of proceeds and long-term performance of French SEO firms. *European Financial Management*, 11(1), 99-122.

K.U. Leuven. (z.d.). *Atenor jaarverslag 2000*. Geraadpleegd op 31 maart 2014, van [https://bib.kuleuven.be/files/ebib/jaarverslagen/Atenor\\_2000nl.pdf](https://bib.kuleuven.be/files/ebib/jaarverslagen/Atenor_2000nl.pdf)

K.U. Leuven. (z.d.). *Belreca boekjaar 2002*. Geraadpleegd op 31 maart 2014, van [https://bib.kuleuven.be/files/ebib/jaarverslagen/BELRECA\\_2002nl.pdf](https://bib.kuleuven.be/files/ebib/jaarverslagen/BELRECA_2002nl.pdf)

K.U. Leuven. (z.d.). *Laundry Systems Group annual report 2001*. Geraadpleegd op 31 maart 2014, van [https://bib.kuleuven.be/files/ebib/jaarverslagen/LSG\\_2001eng.pdf](https://bib.kuleuven.be/files/ebib/jaarverslagen/LSG_2001eng.pdf)

Kraus, A., & Litzenberger, R.H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *Journal of Finance*, 28(4), 911-922.

Laveren, E., Engelen, P., Limère, A., & Vandemaele, S. (2009). *Handboek financieel beheer*. Antwerpen: Intersentia.

Lee, H.W. (1997). Post offering earnings performance of firms that issue seasoned equity: The role of growth opportunities. *The quarterly review of economics and finance*, 37(1), 97-114.

Lin, J., & Wu, Y. (2013). SEO timing and liquidity risk. *Journal of Corporate Finance*, 19, 95-118.

Loughran, T., & Ritter, J.R. (1995). The new issues puzzle. *Journal of Finance*, 50, 23-51.

Lyandres, E., Sun, L., & Zhang, L. (2008). The new issues puzzle: testing the investment-based explanation. *Review of Financial Studies*, 21, 2825-2855.

Mathew, P.G. (2002). Long-horizon seasoned equity offerings performance in Pacific Rim markets. *Review of Financial Economics*, 11, 317-333.

Modigliani, F., & Miller, M.H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.

Morningstar. (z.d.). *Ion Beam Applications SA*. Geraadpleegd op 31 maart 2014, van <http://quicktake.morningstar.com/stocknet/secdocuments.aspx?symbol=ibab&country=bel>

Myers, S.C., & Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.

Nationale Bank van België. (z.d.). *Balanscentrale*. Geraadpleegd op 31 januari 2014, van [http://nbb.be/pub/03\\_00\\_00\\_00\\_00/03\\_01\\_01\\_00\\_00.htm?l=nl](http://nbb.be/pub/03_00_00_00_00/03_01_01_00_00.htm?l=nl)

Nationale Bank van België. (z.d.). *Belgostat*. Geraadpleegd op 22 maart 2014, van <http://www.nbb.be/belgostat/PublicatieSelectieLinker?LinkID=527000090|910000082&Lang=N>

Nationale Bank van België. (z.d.). *Financiële markten*. Geraadpleegd op 11 februari 2014, van <http://www.nbb.be/pub/stats/markets/markets.htm?l=nl>

Organisation for Economic Co-operation and Development. (z.d.). *OECD.StatExtracts*. Geraadpleegd op 1 februari 2014, van [http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=MEI\\_FIN#](http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=MEI_FIN#)

Retail Estates. (z.d.). *Jaarverslagen*. Geraadpleegd op 31 maart 2014, van <http://www.retailstates.com/nl/investor/jaarverslagen>

Spieß, D.K., & Affleck-Graves, J. (1995). Underperformance in long-run stock returns following seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 38, 243-267.

Umicore. (z.d.). *Umicore jaarverslag 2004*. Geraadpleegd op 31 maart 2014, van [http://www.umicore.com/reporting/home/archive/show\\_AR2004\\_NL.pdf](http://www.umicore.com/reporting/home/archive/show_AR2004_NL.pdf)

Walker, M.D., & Yost, K. (2008). Seasoned equity offerings: What firms say, do, and how the market reacts. *Journal of Corporate Finance*, 14, 376-386.

Warehouses De Pauw. (z.d.). *Publications*. Geraadpleegd op 31 maart 2014, van <http://www.wdp.be/en/relations/news/publicaties/annual>

Yumpu. (z.d.). *Jaarverslag 2002 Zenitel*. Geraadpleegd op 31 maart 2014, van <https://www.yumpu.com/en/document/view/4682707/jaarverslag-2002-zenitel>



## 12. Bijlagen

BEDRIJF	DATUM GOEDKEURING PROSPECTUS
Ion Beam Applications	7/01/2000
Atenor	8/02/2000
Ubizen (easdaq)	6/03/2000
Pro-Laser (Isr)	31/03/2000
Omega Pharma	18/04/2000
Flanders Language Valley Fund (easdaq)	25/04/2000
Sait-Stento	15/06/2000
Agfa-Gevaert	21/03/2001
Link Software	23/03/2001
Creyf's	31/05/2001
City Hotels	22/11/2001
Laundry Systems Group	15/04/2002
Belreca	13/05/2002
Vranken Monopole (Fra)	25/11/2002
Retail Estates	13/05/2003
Quick	10/06/2003
Warehouses De Pauw	1/09/2003
Umicore	4/11/2003
Innogenetics	1/12/2003
Accentis	4/12/2003
Arcelor (Lux)	28/06/2004
Pinguin	14/09/2004
Euro Disney (Fra)	18/01/2005
Zenitel	25/01/2005
Mitiska	7/06/2005
Galapagos	21/09/2005
Spector Photo Group	22/11/2005
GBL	28/03/2006
Solvac	17/10/2006
Hamon & Cie	7/11/2006
Zenitel	17/04/2007
Befimmo	8/05/2007
Fortis	20/09/2007
Pinguin	18/10/2007
AB Inbev	23/11/2008
Warehouses De Pauw	10/06/2009
Picanol	17/06/2009
Deceuninck	22/09/2009
Exmar	18/11/2009
Punch International	3/12/2009
Option	9/12/2009

Ablynx	23/02/2010
Elia	3/06/2010
Aedifica	23/09/2010
Ascencio	12/10/2010
Agfa-Gevaert	19/10/2010
Warehouses Estates Belgium	15/11/2010
Accentis	30/11/2010

Tabel 16: volledige lijst van openbare aandelenuitgiftes

<b>BEDRIJF</b>	<b>DATUM GOEDKEURING PROSPECTUS</b>
Ion Beam Applications	7/01/2000
Atenor	8/02/2000
Sait-Stento	15/06/2000
Laundry Systems Group	15/04/2002
Belreca	13/05/2002
Retail Estates	13/05/2003
Warehouses De Pauw	1/09/2003
Umicore	4/11/2003
Accentis	4/12/2003
Pinguin	14/09/2004
Galapagos	21/09/2005
Spector Photo Group	22/11/2005
GBL	28/03/2006
Solvac	17/10/2006
Hamon & Cie	7/11/2006
Befimmo	8/05/2007
Fortis	20/09/2007
Pinguin	18/10/2007
AB Inbev	23/11/2008
Warehouses De Pauw	10/06/2009
Picanol	17/06/2009
Deceuninck	22/09/2009
Exmar	18/11/2009
Punch International	3/12/2009
Option	9/12/2009
Ablynx	23/02/2010
Elia	3/06/2010
Aedifica	23/09/2010
Ascencio	12/10/2010
Agfa-Gevaert	19/10/2010
Warehouses Estates Belgium	15/11/2010
Accentis	30/11/2010

Tabel 17: openbare aandelenuitgiftes gebruikt in onderzoek



Ion Beam Applications			
maand	gerealiseerde return	risicovrije return	marktindex
-11	30,44%	0,35%	-4,24%
-10	-4,38%	0,34%	-0,62%
-9	19,86%	0,35%	-2,94%
-8	-7,44%	0,38%	-1,29%
-7	0,74%	0,40%	-3,45%
-6	-10,50%	0,42%	-2,99%
-5	8,09%	0,43%	3,18%
-4	-15,22%	0,45%	-5,59%
-3	9,03%	0,43%	7,35%
-2	0,64%	0,44%	-2,66%
-1	-0,54%	0,47%	-4,20%
gerealiseerde return - risicovrije return = beta * (marktindex - risicovrije return)			
<b>beta = 0,1634</b>			

Tabel 18: voorbeeld berekening beta

Ion Beam Applications					
beta = 0,1634					
verwachte return = risicovrije return + beta * (marktindex - risicovrije return)					
abnormale return = gerealiseerde return - verwachte return					
maand	gerealiseerde return	risicovrije return	marktindex	verwachte return	abnormale return
1	-8,79%	0,46%	-0,65%	0,28%	-9,07%
2	4,83%	0,45%	3,40%	0,93%	3,90%
3	-0,66%	0,46%	0,00%	0,39%	-1,05%
4	-11,98%	0,45%	1,06%	0,55%	-12,53%
5	-28,05%	0,46%	3,05%	0,88%	-28,93%
6	-8,09%	0,45%	4,18%	1,06%	-9,15%
7	11,94%	0,46%	-1,96%	0,06%	11,88%
8	-12,25%	0,45%	-0,60%	0,28%	-12,53%
9	1,96%	0,45%	1,61%	0,64%	1,32%
10	0,98%	0,43%	-2,77%	-0,09%	1,07%
11	-6,41%	0,42%	-2,64%	-0,08%	-6,33%
12	3,32%	0,42%	1,25%	0,56%	2,76%
13	2,85%	0,41%	-4,74%	-0,43%	3,28%
14	3,44%	0,42%	-0,11%	0,34%	3,10%
15	0,04%	0,44%	-1,19%	0,17%	-0,13%
16	0,38%	0,43%	1,54%	0,61%	-0,24%
17	-6,95%	0,44%	1,62%	0,63%	-7,58%
18	4,69%	0,42%	-0,85%	0,21%	4,47%
19	-2,28%	0,42%	-9,11%	-1,14%	-1,14%
20	-26,50%	0,40%	0,47%	0,41%	-26,91%
21	2,04%	0,39%	2,46%	0,73%	1,32%
22	-7,00%	0,41%	0,92%	0,49%	-7,49%

23	1,42%	0,41%	2,38%	0,74%	0,68%
24	-20,16%	0,42%	0,44%	0,42%	-20,58%
25	-5,73%	0,44%	0,55%	0,46%	-6,19%
26	-6,53%	0,44%	2,85%	0,83%	-7,36%
27	-3,57%	0,44%	-0,43%	0,30%	-3,87%
28	-5,35%	0,43%	-7,72%	-0,90%	-4,45%
29	-13,48%	0,41%	-9,29%	-1,17%	-12,31%
30	-14,57%	0,39%	-3,59%	-0,26%	-14,31%
31	-32,94%	0,38%	-6,11%	-0,68%	-32,26%
32	-35,96%	0,38%	-5,52%	-0,58%	-35,38%
33	64,93%	0,38%	4,94%	1,12%	63,81%
34	-0,50%	0,36%	-2,14%	-0,04%	-0,45%
35	-9,02%	0,35%	-2,19%	-0,06%	-8,95%
36	-13,39%	0,34%	-8,64%	-1,13%	-12,26%
37	-25,85%	0,34%	-6,04%	-0,70%	-25,15%
38	-25,43%	0,35%	11,63%	2,19%	-27,62%
39	28,35%	0,32%	3,73%	0,88%	27,47%
40	-3,88%	0,31%	3,30%	0,80%	-4,68%
41	11,80%	0,33%	0,29%	0,33%	11,48%
42	-4,17%	0,35%	4,49%	1,02%	-5,19%
43	44,35%	0,35%	1,66%	0,56%	43,79%
44	-15,66%	0,35%	1,09%	0,47%	-16,14%
45	-5,71%	0,36%	2,43%	0,70%	-6,41%
46	1,52%	0,36%	0,66%	0,41%	1,11%
47	4,73%	0,35%	6,93%	1,42%	3,30%
48	13,54%	0,35%	5,01%	1,11%	12,43%
49	-2,30%	0,33%	-0,81%	0,15%	-2,45%
50	10,28%	0,35%	2,70%	0,73%	9,55%
51	1,75%	0,36%	-2,17%	-0,05%	1,80%
52	11,64%	0,36%	1,52%	0,55%	11,09%
53	15,38%	0,35%	0,12%	0,32%	15,07%
54	-8,44%	0,34%	1,84%	0,59%	-9,03%
55	-4,53%	0,34%	5,30%	1,15%	-5,68%
56	16,61%	0,33%	4,18%	0,96%	15,65%
57	1,16%	0,32%	3,70%	0,87%	0,29%
58	17,82%	0,30%	3,57%	0,83%	16,98%
59	7,32%	0,29%	2,20%	0,61%	6,71%
60	-22,27%	0,29%	4,03%	0,90%	-23,18%
				<b>CAR =</b>	<b>-132,64%</b>

Tabel 19: voorbeeld berekening CAR

## Auteursrechtelijke overeenkomst

Ik/wij verlenen het wereldwijde auteursrecht voor de ingediende eindverhandeling:

**Openbare uitgiften van aandelen in België: doelstelling en koersevolutie**

Richting: **master in de toegepaste economische wetenschappen:  
handelsingenieur-accountancy en financiering**

Jaar: **2014**

in alle mogelijke mediaformaten, - bestaande en in de toekomst te ontwikkelen - , aan de Universiteit Hasselt.

Niet tegenstaand deze toekenning van het auteursrecht aan de Universiteit Hasselt behoud ik als auteur het recht om de eindverhandeling, - in zijn geheel of gedeeltelijk -, vrij te reproduceren, (her)publiceren of distribueren zonder de toelating te moeten verkrijgen van de Universiteit Hasselt.

Ik bevestig dat de eindverhandeling mijn origineel werk is, en dat ik het recht heb om de rechten te verlenen die in deze overeenkomst worden beschreven. Ik verklaar tevens dat de eindverhandeling, naar mijn weten, het auteursrecht van anderen niet overtreedt.

Ik verklaar tevens dat ik voor het materiaal in de eindverhandeling dat beschermd wordt door het auteursrecht, de nodige toelatingen heb verkregen zodat ik deze ook aan de Universiteit Hasselt kan overdragen en dat dit duidelijk in de tekst en inhoud van de eindverhandeling werd genotificeerd.

Universiteit Hasselt zal mij als auteur(s) van de eindverhandeling identificeren en zal geen wijzigingen aanbrengen aan de eindverhandeling, uitgezonderd deze toegelaten door deze overeenkomst.

Voor akkoord,

**Luyten, Ben**

Datum: **28/05/2014**