

Koerseffecten van aandelenemissies aan de Amsterdamse Effectenbeurs

P. Arts en R. Kabir¹

1 Inleiding

Financieringsbeslissingen van ondernemingen blijken vaak gepaard te gaan met koersveranderingen van hun uitstaande effecten. Onderzoeken tonen aan dat aankondigingen van emissies van gewone aandelen en converteerbare obligaties meestal leiden tot een buitengewone daling van de koersen van de reeds uitstaande aandelen². Er worden in de literatuur verschillende mogelijke verklaringen genoemd voor deze negatieve koerseffecten, maar een eenduidig antwoord is nog niet gevonden.

Scholes [1972] schrijft het negatieve prijseffect toe aan een dalende vraagcurve voor de aandelen van de emitterende onderneming. Volgens hem leidt een toename in het aanbod van de aandelen van een individuele onderneming, indien er geen substituten bestaan, tot een daling van de aandelenkoers ('price pressure'). Masulis [1980] stelt dat aandelenemissies, door een vergroting van het eigen vermogen ten opzichte van het totale vermogen, leiden tot een relatieve verlaging van de financiële hefboomwerking binnen de onderneming. Volgens Myers [1984] duidt het aantrekken van extern vermogen op een tekort aan intem gegenereerde middelen. Als een aandelenemissie wordt aangekondigd betekent dat, dat er geen andere financieringsvormen voor handen waren en dat de verwachtingen met betrekking tot de toekomstige inkomsten naar beneden dienen te worden bijgesteld.

Bovenstaande opvattingen worden steeds vaker overschaduwd door signaleringstheorieën. Een mogelijke verklaring voor de neerwaartse koersaanpassing is dat de onderneming via haar financiële transacties informatie doorgeeft, die nog niet aan de markt bekend is en die dus nog niet in de aandelenkoers is verwerkt. Het signaleringsmodel van Ross [1977] stelt dat de keuze van een bepaalde vermogensstructuur door een onderneming verwachtingen van het management met betrekking tot de toekomstige kasstromen kan weergeven. Een hogere 'debt-ratio' leidt tot hogere bindende verplichtingen en geeft zo een positief signaal over de toekomstverwachtingen. Een aandelenemissie moet dan gezien worden als een negatief signaal, volgens Leiland en Pyle [1977] is een verandering in het relatieve aandelenbezit van het management in de eigen onderneming een signaal voor de waardeverandering van de onderneming. Aangezien het management beter is geïnformeerd over de toekomstig te verwachten kasstromen, duidt een

¹ De auteurs danken C. Cools, P. Dufihues en A. Schmeils voor hun opmerkingen bij eerdere versies van dit artikel.

² Zie onder andere Asquith en Mullins [1986], Masulis en Korwar [1986], Mikkelsen en Partch [1986], Kalay en Shimrat [1987] en Lucas en McDonald [1990].

aandelenemissie die dit relatieve aandelenbezit verlaagt op negatieve toekomstverwachtingen. Miller en Rock [1985] stellen dat als gevolg van een onverwachte aankondiging van iedere nieuwe financiering de markt haar verwachtingen met betrekking tot de winstvooruitzichten van de onderneming naar beneden zal bijstellen. Het aantrekken van extern vermogen (in welke vorm dan ook) geeft een signaal aan de beleggers dat de intern ter beschikking komende middelen niet voldoende zijn om de investeringen te financieren. Volgens Myers en Majluf [1984] zullen managers tot een aandelenemissie besluiten, wanneer zij op basis van hun superieure informatie menen dat de aandelen door de markt worden overgewaardeerd. Rationele beleggers zullen hierop hun beoordeling over de waarde van de uitstaande aandelen naar beneden bijstellen ten tijde van de aankondiging.

Uit deze en andere recente literatuur (zie o.a. Barclay en Litzenberger [1988], Lucas en McDonald [1990]) blijkt dat steeds meer de nadruk wordt gelegd op de rol van informatie-asymmetrie tussen onderneming en beleggers. Het bekend worden van nieuwe informatie aan de markt wordt als hoofdoorzaak gezien van het koersdaling van de **aankondiging** van een aandelenemissie. Dierkens [1990] toont aan dat naarmate de informatie-asymmetrie groter is, de prijsdaling ten tijde van de aankondiging ook groter is. Bovendien blijkt dat die aankondiging bij voorkeur plaatsvindt als de informatie-asymmetrie laag is.

Er bestaat nog de mogelijkheid van een positief compenserend investeringseffect, als de opbrengst van de aandelenemissie wordt aangewend om nieuwe investerings-projecten met een positieve netto contante waarde te financieren (McConnell en Muscarella [1985], John en Mishra [1990], Cooney en Kalay [1993]).

Empirisch onderzoek in de Verenigde Staten naar de invloed van aankondigingen van aandelenemissies op de aandelenkoersen toont ook aan dat dergelijke aankondigingen een aanzienlijk negatief effect teweeg brengen. Er wordt een buitengewoon rendementsverlies van ruim 3% waargenomen binnen een tijdsbestek van een paar dagen. Het is interessant om na te gaan of voor de Nederlandse aandelenmarkt soortgelijke effecten optreden. Dit artikel is als volgt opgebouwd. In paragraaf 2 worden de verschillende soorten aandelenemissies in de Verenigde Staten en Europa beknopt beschreven. Paragraaf 3 geeft een overzicht van de data die zijn gebruikt in het onderzoek, terwijl de paragrafen 4 en 5 ingaan op respectievelijk de onderzoeken hypothesen en de gevolgde methodologie. De resultaten van het onderzoek worden getoond en **geïnterpreteerd** in **paragraaf 6**. **Paragraaf 7** biedt een samenvatting en concludeert.

2 Aandelenemissie

Er bestaat een verschil tussen het dominante type van aandelenemissie in de Verenigde Staten en in Europa. Smith [1977] geeft aan dat in Europa een aandelenemissie in meer dan 90% van de gevallen gepaard gaat met een voorkeursrecht voor de bestaande aandeelhouders, terwijl op de Amerikaanse markt dit voorkeursrecht juist een uitzondering vormt: ruim 80% bestaat uit

vrije emissies (zie ook Eckbo en Masulis [1992]). Marsh [1979] vindt voor het Verenigd Koninkrijk zelfs een percentage van 99 voor aandelenemissies met een voorkeursrecht. Voor Nederland geldt een soortgelijke verhouding. Het is opvallend dat veel claimemissies hier een 'overgenomen emissie' of een 'standby agreement' kennen (een zgn. garantie van de bank d.w.z. dat een afspraak wordt gemaakt om eventueel niet opgenomen aandelen over te nemen (Zie Duffhues [1991]). In Nederland is er dus overwegend sprake van claimemissies met een begeleidende bank op de achtergrond. Het verschil met betrekking tot het gebruik van de claimemissie tussen de Verenigde Staten en Europa zou als volgt verklaard kunnen worden. In Europa wordt de leiding van de onderneming vaak door de aandeelhouders verplicht, of onder druk geplaatst om een voorkeursrecht aan haar bestaande aandeelhouders te verschaffen. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat aandeelhouders in staat worden gesteld om het relatieve belang in het geplaatste aandelenkapitaal op peil te houden hetgeen bijvoorbeeld om fiscale redenen (handhaving deelnemingsvrijstelling) gewenst kan zijn. Een tweede vaak beluisterd argument is dat aandeelhouders een claim-recht verwerven dat ze te gelde kunnen maken. Theoretisch is dit tweede argument weinig begrijpelijk omdat de claimopbrengst in feite door **nenzeir 'beiaald* wortil. Mogelijk bestaat or ook oen voorkeur bij bankencyndicaten voor claimemissies.**

3 Data

Voor het onderzoek zijn over de periode van januari 1984 tot en met december 1991 alle publieke aandelenemissies van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen onderzocht. Het aantal vrije emissies is zeer klein. Deze vinden plaats als sprake is van uitzonderingssituaties (internationale emissies of herstructureringen). Om aandelenemissies op te nemen in de steekproef moeten ze voldoen aan bepaalde criteria. Onderzocht worden zowel vrije als claimemissies van Nederlandse fondsen die ultimo 1991 genoteerd staan op de Officiële Markt of de Parallelmarkt, zijnde geen beleggingsfondsen. Ook de aankondigingsdatum dient achterhaald te kunnen worden. Als bronnen zijn gebruikt de jaarverslagen van de Amsterdamse Effectenbeurs, Het Financieel Dagblad en de bladen Beursplein 5 en Beleggers Belangen. De aankondigingsdatum wordt gedefinieerd als de eerste beursdag waarop dit nieuws aan de effectenbeurs bekend wordt. Voor de gevallen waarin het nieuws van de voorgenomen emissie nabesurs bekend wordt, geldt de eerstvolgende werkdag op de beurs als de bekendmakingsdatum. Drie emissies vielen af vanwege het feit dat deze fondsen niet in de huidige notering van de beurs voorkomen. Voor één emissie was geen **eenduidige** aankondigingsdatum te achterhalen. Uiteindelijk resulteren 61 emissies van gewone aandelen, waarvan 58 claimemissies en 3 vrije emissies. Van het totaal aantal emissies vonden er 4 plaats op de Parallelmarkt, de overige emissies op de Officiële Markt.

4 Hypothesen

Voor verschillende perioden rond de aankondiging van een aandelenemissie kunnen hypothesen worden opgesteld over de te verwachten richting van de koersbeweging van de uitstaande aandelen. Voor de aankondiging zelf stellen we de 'negatief nieuws' hypothese op. Deze wordt gebaseerd op de effecten zoals die in eerdere onderzoeken zijn waargenomen. De verklaring van dit negatieve effect ligt in een kleinere benutting van aan vreemd vermogen mogelijk verbonden netto-belastingvoordelen, terwijl ook het vrijkomen van negatieve informatie met betrekking tot de financiële positie en de toekomstverwachtingen daaromtrent een belangrijke rol spelen, uitgaande van een onveranderde set van investeringsprojecten.

Het blijkt dat aandelenemissies op de Amerikaanse vermogensmarkt zich kenmerken door een stijgend koersverloop in de periode voor de aankondiging. De reden hiervoor is dat het management van de emitterende onderneming de aandelenemissie zal aankondigen, wanneer in haar ogen de waardering van de uitstaande aandelen maximaal is, teneinde een zo groot mogelijke emissieopbrengst te realiseren. Op grond hiervan kan de 'timing' hypothese worden opgesteld, die stelt dat het management bewust wacht op een relatief hoge waardering voordat ze overgaat tot de aankondiging van de emissie. De emissie is dus het gevolg van het opwaartse koersverloop. De aankondiging van een aandelenemissie in Nederland blijkt vaak samen te vallen met de bekendmaking van de perioderesultaten door de emitterende onderneming³. Omdat in die gevallen geen zuiver aankondigingseffect gemeten kan worden, zal ook een steekproef die uitsluitend bestaat uit zuivere emissies (waarbij geen overig nieuws bekend wordt op de aankondigingsdatum) worden onderzocht. Op voorhand verwachten we dat alleen voor zuivere emissies de 'timing' hypothese opgaat.

Ten slotte onderzoeken we de periode na de aankondiging. Het management beschikt dan niet langer over superieure informatie ten opzichte van de markt. Verwacht kan dus worden dat de koers van het betreffende aandeel na emissie ongeveer gelijk zal blijven. Daarom wordt voor de periode na de aankondiging de efficiënte markt hypothese opgesteld.

5 Methodologie

Aandelenkoersreacties op bepaalde ondernemingspecifieke gebeurtenissen worden meestal onderzocht met behulp van de 'event study' methodologie. Onderzocht moet worden in welke mate de waargenomen koerseffecten groter of kleiner dan de verwachting zijn. In deze studie wordt het verwachte rendement van een individueel aandeel volgens het marktmodel bepaald:

$$(t) \quad R_{j,t} = a_j + p_j \times R_{m,t} + e_{j,t}$$

³ Mogelijke redenen zijn een hogere emissieopbrengst in geval van positieve resultaten door een gestegen beurskoers, uit te keren dividend kan via de emissie op korte termijn worden teruggehaald of dat voor het emissieprospectus geen nieuw overzicht van de financiële positie van de onderneming hoeft te worden gemaakt (Duffhuys [IPO]).

waarin:

- $R_{j,t}$ = het continue rendement van aandeel j in periode t , bepaald als $\ln((P_t+D_t)/P_{t-1})$ waar P_t de aandeelkoers aan het einde van de periode is, P_{t-1} de aandeelkoers aan het eind van de vorige periode en D_t de contante dividenduitkering tijdens de periode.
- = het rendement van de markt in periode t , gedefinieerd als het continue rendement van de CBS-herbeleggingsindex, bepaald als $\ln(\text{index}_t / \text{index}_{t-1})$.
- = de tijdonafhankelijke parameters van de relatie tussen het rendement van het specifiek aandeel j en het rendement van de markt.
- $e_{j,t}$ = de storingsterm van aandeel j in periode t , met de verwachte waarde O en met een constante variantie.

De onderzoeksperiode wordt per emissie onderverdeeld in een periode rondom de aankondigingsdatum van de emissie (AK), de zogenaamde event periode, en een schattingsperiode om de parameters uit formule (1) te schatten. De event period loopt van 60 dagen voor de aankondiging van de aandelenemissie tot 30 dagen daarna. De schattingsperiode beslaat het samengestelde interval [AK-160, AK-61] [AK+31, AK+130] van 200 dagen. Deze periode dient voldoende lang te zijn om een zo nauwkeurig mogelijke schatting te waarborgen en mag de event period zelf niet bevatten, omdat in die periode de parameters worden beïnvloed door de aankondiging. De parameters α_j en β_j worden geschat met behulp van lineaire regressie.

Voor elke dag van de event periode kan een verwacht rendement per aandeel worden berekend door de waarde van α_j en β_j per aandeel te schatten voor de schattingsperiode en deze samen met de waarde van het marktrendement per dag in te vullen voor de event periode:

$$(2) \quad E(R_{j,t}) = \hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j \times E(R_{m,t})$$

met:

$\hat{\alpha}_j, \hat{\beta}_j$ door regressieanalyse geschatte waarden voor α_j en β_j

De volgende formule geeft aan hoe voor elke emissie gedurende de event periode een dagelijks buitengewoon rendement XR (Excess Return) is te meten. Dit rendement geeft het effect van vrijkomende informatie op de koers van het aandeel na de emissie weer. Het dagelijks buitengewone rendement wordt berekend als het verschil tussen het waargenomen en het verwachte rendement:

$$m \quad XR_{jit} = R_{j,t} - E(R_{j,t})$$

Omdat de individuele waarnemingen kunnen worden beïnvloed door toevalseffecten, wordt over de gehele event period een dagelijks gemiddeld buitengewoon rendement (Average Excess

Return) bepaald, met als doel het elimineren van abnormale koersmutaties die niet met de (aankondiging van de) emissie van doen hebben:

$$(4) \quad \text{AXR}_t = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N \text{XR}_{jt}$$

N = nuaal aantal in steekproef opgenomen emissies.

Er kan worden gecontroleerd of het marktmodel resultaten geeft die worden beïnvloed door de specificaties van het model (de waarden van O : en B :). De resultaten zullen daarom ook worden berekend op basis van het 'Market Adjusted Returns' model, dat uitgaat van een gelijk systematisch risico voor alle ondernemingen, zodanig dat voor elke onderneming een perfecte correlatie bestaat met het verwachte marktrendement ($B_j = 1$). Verder bevat dit model geen markt-onafhankelijk rendement in de bepaling van het verwachte rendement (et: $=0$). In formulevorm:

$$(5) \quad \text{XR}_{j,t} = R_{j,t} - R_{m,t}$$

Nu dient de significantie van het buitengewoon rendement berekend te worden. Om te voorkomen dat buitengewone rendementen van fondsen met een grote variantie in hun koersbewegingen de resultaten gaan beïnvloeden, worden de individuele buitengewone rendementen per fonds gestandaardiseerd door ze te delen door de standaarddeviatie per fonds over de schattingsperiode (Asquith en Mullins [1986]). De gestandaardiseerde buitengewone rendementen (Standardized Excess Returns) worden als volgt berekend:

$$(6) \quad \text{SXR}_{j,t} = \text{XR}_{j,t} / \sigma(\text{XR})_j$$

$\sigma(\text{XR})_j$ = de standaarddeviatie van het dagelijkse buitengewone rendement van aandeel j over de schattingsperiode.

Analoog aan formule (4) worden gemiddelden bepaald voor alle dagen van de event period. De bijbehorende t -waarde is dan:

$$\text{IC?}) \quad t = \text{ASXR}_t / \text{CT}(\text{ASXR})$$

met

$\sigma(\text{ASXR})$ = de standaarddeviatie van het dagelijkse gemiddelde gestandaardiseerde buitengewone rendement over de schattingsperiode.

Om de verschillende hypothesen te toetsen moeten de buitengewone rendementen per subperiode worden bepaald. De cumulatie van de gemiddelde buitengewone rendementen geeft per periode de totale rendementsverandering ten opzichte van het begin van de periode:

$$(8) \quad \text{CAXR}_{t_1 t_2} = \frac{1}{t_2 - t_1} \sum_{t=t_1}^{t_2} \text{SAXR}_t$$

Waarbij voor t_1 en t_2 respectievelijk de begin- en einddatum van de subperiode dient te worden ingevuld. De bijbehorende t -waarde op basis van standaardisatie bedraagt:

$$t = \frac{\text{CAXR}_{t_1 t_2} - \mu(\text{CAXR})}{\sigma(\text{CAXR}) \sqrt{T}}$$

T geeft hierin het aantal dagen weer dat het interval beslaat. De factor \sqrt{T} corrigeert voor de lengte van de onderzochte periode.

6 Empirische resultaten

Het doel van het onderzoek is om na te gaan of zich ten gevolge van de aankondiging van aandelenemissies buitengewone rendementen voordoen rond het bekend worden van dit nieuws aan de markt. Eerder is al gezegd dat deze steekproef geen zuivere resultaten oplevert, omdat ze een aanzienlijk aantal emissies bevat (47 van de 61) dat gepaard gaat met het vrijkomen van andere, mogelijk koersgevoelige, informatie. Daarom zullen ook de resultaten van een gezuiverde steekproef worden getoond. Deze steekproef bevat alleen die emissies waarvan gesteld kan worden dat rond de aankondigingsdatum geen overig nieuws met betrekking tot de emitterende onderneming bekend is gemaakt aan de markt. Deze gezuiverde steekproef omvat 14 emissies. Verder wordt gekeken naar het mogelijk optreden van een positief investeringseffect, dat kan optreden indien de emissieopbrengst wordt aangewend om nieuwe investeringen te financieren en dat het verwachte negatieve aankondigingseffect ten dele kan compenseren. Tot slot wordt getracht enige variabelen te vinden die de grootte van het prijseffect kunnen verklaren.

6.1 Resultaten van de totale steekproef

Uitgaande van het niet uitlekken van informatie voor de aankondiging en van semi-sterke markt-efficiency, treedt het aankondigingseffect op op de aankondigingsdatum zelf. De bepaling van het totale koerseffect over het interval $[AK, AK + 1]$ neemt ook een kleine vertraging in de marktreactie in overweging. De resultaten van de dagelijkse gemiddelde buitengewone rendementen zijn terug te vinden in tabel 1. Het waargenomen aankondigingseffect voor dag 0 bedraagt -1,76% ($t = -7,99$) terwijl dit voor dag 1 ligt op -0,73% ($t = -2,69$). Beide percentages zijn statistisch significant van nul verschillend bij een significantieniveau van 5%. Dit betekent dat er voor de totale steekproef een negatief aankondigingseffect wordt waargenomen ten tijde van de aankondiging van een aandelenemissie. De 'negatief nieuws' hypothese wordt dus ondersteund. In twee dagen tijd treedt een rendementsverlies op van ongeveer 2,5%, vanwege het onverwacht vrijkomen van als negatief beoordeeld nieuws. Het rendementsverlies is voor de bestaande aandeelhouders iets kleiner dan de empirisch waargenomen verliezen in de Amerikaanse aandelenmarkt.

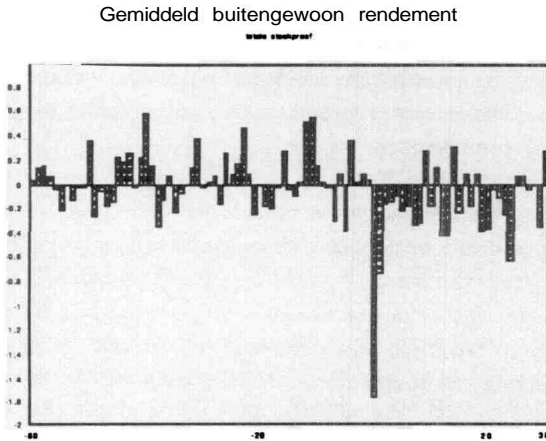
Tabel I: Gemiddelde dagelijkse buitengewone rendementen en gecumuleerde buitengewone rendementen rond de aankondiging van 61 aandelenemissies

DAG	AXR (&)	t	CAXR (%)		% NEG
	0.037	0.476	0.037	0.476	46
		1.970	0.309	1.029	36
	0.576	2.118*	1.115	1.338	41
	-0.020	-0.548	1.066	1.266	49
	-0.007	-0.413	1.759	1.280	54
-10	0.148	0.349	2.711	1.778	51
-5	-0.380	-1.548	2.093	1.287	62
-4	0.361	1.813	2.454	1.516	46
	0.019	0.358	2.473		48
	0.077	0.235	2.549		61
-1	0.031	0.278	2.580	1.529	
0	-1.761	-7.995*	0.819	0.493	62
1	-0.731	-2.689*	0.089	0.147	61
2	-0.168	-1.002	-0.079	0.020	62
3	-0.144	-1.176	-0.223	-0.127	56
4	-0.094	-0.161	-0.317	-0.146	54
	-0.214	-0.613	-0.531	-0.221	56
	-0.176	-1.055	-0.707	-0.348	57
	-0.320	-1.001	-1.027	-0.467	70
8	-0.308	-1.454	-1.335	-0.638	62
9	0.278	1.053	-1.056	-0.508	44
10	-0.172	-0.004	-1.228	-0.505	56
20		-1.620	-2.630	-1.343	69
30	0.265	0.468	-3.631	-1.784	54

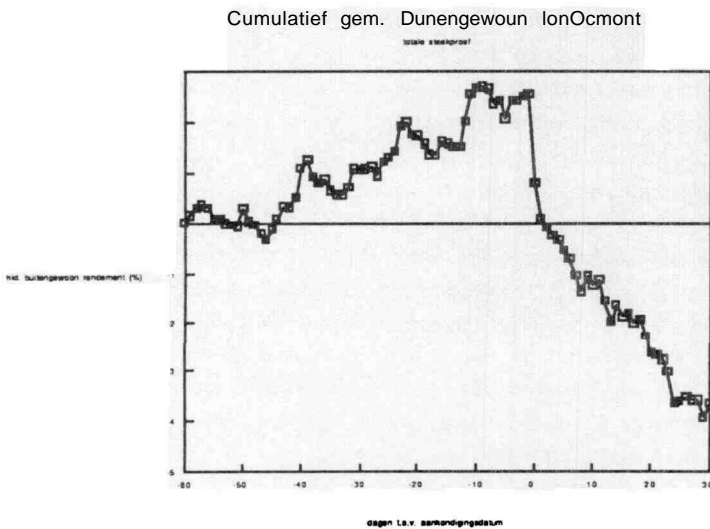
* : waarde verschilt significant van nul, bij een significantieniveau van 5 %

Opvallend is dat, noewel niet statistisch significant, tot 8 dagen na de aankondiging van de emissie nog een negatief buitengewoon rendement kan worden waargenomen. Over het interval [AK, AK+8] wordt een rendementsverlies van 3,9% gemeten. Dit zou kunnen betekenen dat de Nederlandse aandelenmarkt minder efficiënt werkt: het duurt langer voordat alle informatie in de aandelenkoersen is verwerkt. Grafieken 1 en 2 geven een overzicht. Deze tonen de dagelijkse gemiddelde en de cumulatieve buitengewone rendementen voor de event periode. Duidelijk valt de koersval in de aankondigingsperiode [AK, AK+1] te zien.

Grafiek 1: Grafisch overzicht van het verloop van de **dagelijkse** gemiddelde buitengewone rendement voor de totale steekproef van 61 aandelenemissies aan de Amsterdamse Effectenbeurs, over de onderzoeksperiode van 60 dagen voor tot 30 dagen na de aankondiging van de emissie



Grafiek 2: Grafisch overzicht van het relatieve koersverloop, gemeten als het cumulatieve gemiddelde buitengewone rendement, voor de totale steekproef van 61 aandelenemissies aan de Amsterdamse Effectenbeurs, over de onderzoeksperiode van 60 dagen voor tot 30 dagen na de aankondiging van de emissie



Tabel 1 toont per dag het percentage van negatieve dagelijkse buitengewone rendementen. Het blijkt dat in de periode tot vlak voor de aankondiging dit percentage ligt rond de 50%. Dit betekent dat er geen bepaald patroon kan worden onderscheiden in de relatieve koersbewegingen. Rond en na de aankondiging is er steeds vaker sprake van negatieve waarnemingen per dag, die duiden op een relatieve koersdaling voor de gehele steekproef die niet slechts door enkele aandelenemissies, maar door het totaal daarvan wordt veroorzaakt. Zo wordt voor 62% van de totale steekproef een negatief aankondigingseffect waargenomen op dag 0 en voor 61% op dag 1. Tot slot staan in tabel 1 de gecumuleerde gemiddelde buitengewone rendementen vermeld. Met behulp van deze gegevens kan onderzocht worden of er zich per deelinterval van de event periode significante koersverlopen voordoen.

In tabel 3, panel A worden de gecumuleerde gegevens zoals die ook in tabel 1 te zien zijn per subperiode weergegeven. Zo kan voor de periode vóór de aankondiging de eerder genoemde **'timing'-hypothese worden getest. Onthier deze hypothese emitteert** de onderneming nieuwe aandelen op het moment dat haar uitstaande aandelen in haar ogen maximaal zijn overgewaard, om zodoende een zo groot mogelijke emissie-opbrengst te behalen. Voor de periode voorafgaand aan de aankondiging van de emissie wordt een totale rendementswinst van 2,58% waargenomen, die echter niet significant van nul verschilt ($t = 1,53$). Het blijkt niet dat ondernemingen hun aandelenemissies laten plaatsvinden na een relatieve koersstijging. De 'timing' hypothese kan dus niet ondersteund worden.

Tevens blijkt dat de periode tot 30 dagen na de aankondiging een negatief buitengewoon rendement laat zien van 3,72%. Dit effect is wel significant, bij een significantieniveau van 5% ($t = -5,18$). LM resultaat Komt OOK niet overeen met de 'efficiënte markt' hypothese. Een mogelijke verklaring voor dit rendementsverlies is dat de informatie die vrijkomt bij de aankondiging van de aandelenemissie niet meteen en volledig in de koers van de uitstaande aandelen wordt verwerkt. Een andere verklaring is het vrijkomen van negatief nieuws omtrent de emissie in het prospectus, dat in een eerder stadium nog niet is genoemd. De specifieke voorwaarden van de emissie, zoals bijv. de uitgiftekoers en het totaal aan te trekken bedrag, kunnen een later koersdrukkend effect teweeg brengen. Aangezien de feitelijke emissie meestal ook in deze periode van 30 dagen na de aankondiging valt, zou deze een verder negatief effect kunnen hebben, indien in de tussenliggende periode een nieuwe informatie-asymmetrie is opgebouwd.

Het totale koerseffect van de aankondiging van de emissie en de daarop volgende periode van 30 dagen komt uit op een significante -6,21%. Het negatief aankondigingseffect is consistent met de resultaten zoals die in de Amerikaanse empirische onderzoeken worden gevonden. Het feit dat na de aankondiging negatieve buitengewone rendementen worden waargenomen leidde in Amerika vaak tot afgelasting van de emissie, als de reden van de daling ten minste was gelegen in ongunstige marktcondities. Op de Nederlandse markt gaat de emissie gewoon door behoudens zeer bijzondere omstandigheden.

De resultaten die berekend worden op basis van het 'Market Adjusted Returns' model geven **eveneens een significant tweedaags aankondigingseffect te zien en wel van -2,47% tegenover**

-2,49% voor het marktmodel. Ook de overige bevindingen, zoals een lichte koersstijging voor de aankondiging en een extra koersdaling na de aankondigingsperiode, zijn analoog aan die van het gebruikte model. Aangezien zich geen wezenlijke verschillen voordoen tussen de resultaten van de beide modellen, kan worden geconcludeerd dat de specificaties van het marktmodel de resultaten niet hebben beïnvloed.

Tabel 2: Gemiddelde dagelijkse buitengewone rendementen en gecumuleerde buitengewone rendementen en de zuivere aankondiging van 14 aandelenemissies

DAG	AXR (%)	t	CAXR (%)	t	%NEG
-60	0.064	0.592	0.064	0.592	50
-50	0.730	3.498*	-0.802	-1.032	29
-40	0.848	4.834*	0.111	1.834	36
-30	0.443	2.464*	-0.524	-0.975	36
-20	-0.172	-1.717	-1.360	-0.100	50
-10	0.001	0.134	-0.332	-0.044	50
-5	-0.087	0.774	-1.381	-0.436	64
-4	-0.187	-0.520	-1.568	-0.563	50
-3	0.984	5.773*	-0.584	-0.200	36
-2	-0.286	-1.128	-0.870	-0.051	57
-1	-0.036	-0.746	-0.906	-0.045	
0	-1.424	-9.672*	-2.330	-1.283	
1	-1.232	-5.735*	-3.562	-2.001*	
2	0.111	0.456	-3.451	-1.928	
3	-0.159	-0.742	-3.610	-2.006*	
4	0.041	-0.595	-3.651	-1.916	
5	-0.275	-0.874	-3.927	-2.009*	
6	-0.099	-0.746	-4.026	-2.086*	
7	-0.268	-0.716	-4.294	-2.157*	
8	0.182	0.617	-4.112		
9	0.022	2.827*	-4.090	-1.714	36
10	-0.180	-0.201	-4.270	-1.726	50
20	-0.299	-2.777*	-6.028	-2.813*	71
30	0.240	1.640	-9.269	-4.090*	

*: waarde verschilt significant van nul, bij een significantieniveau van 5 %

6.2 Resultaten van zuivere emissies

Zoals vermeld bestaat er een anticipatieprobleem voor Nederlandse aandelenemissies dat wordt veroorzaakt door een zogenaamde seizoensinvloed: voor 39 van de 61 emissies blijkt de aan-

kondiging samen te vallen met de bekendmaking van de halfjaar- en jaarresultaten. Bovendien blijkt dat in 7 gevallen gelijktijdig een ander financieringsinstrument wordt aangekondigd en dat 7 aankondigingen samenvallen met de bekendmaking van het voornemen om tot aandelen-splitsing over te gaan. Er zijn 14 aankondigingen die niet vergezeld gaan van ander koers-gevoelig nieuws.

De resultaten van het onderzoek van deze steekproef zijn terug te vinden in de tabel 2 en tabel 3, panel B. Grafiek 3 toont het cumulatieve koersverloop. Ook de gezuiverde steekproef toont een negatief aankondigingseffect van -1,42% en -1,23% voor respectievelijk de aankondigingsdatum en de daarop volgende dag. Beide percentages zijn statistisch significant. Wederom blijkt het koerseffect voor de aankondigingsperiode ongeveer -2,5% te bedragen, hetgeen niet afwijkt van het resultaat voor de totale steekproef. Opnieuw wordt de 'negatief nieuws' hypothese ondersteund. Ook de verdere resultaten wijken slechts licht af. Een uitzondering is het waargenomen koersverloop voor de aankondiging van de emissie. Dit interval geeft een licht negatief gecumuleerd gemiddeld buitengewoon rendement, dat getuigt van lage I-waarden aan toevalseffecten mag worden toegeschreven. Hoewel de 'timing' hypothese geacht kan worden op te gaan voor de gezuiverde steekproef, wordt deze hypothese niet door de resultaten ondersteund. De aankondigingen van aandelenemissies op de Amsterdamse Effectenbeurs zijn wellicht niet afhankelijk van een door het management gepercipieerde overwaardering.

Tabel 3. Gecumuleerde gemiddelde buitengewone rendementen voor respectievelijk de totale steekproef van 61 aandelenemissies aan de AEB (Panel A), voor de zuivere steekproef van 14 aandelenemissies (Panel B), voor de steekproef van 11 emissies die gepaard gaan met het vrijkomen van overige negatieve informatie (Panel C), voor de steekproef van 36 emissies die gepaard gaan met het vrijkomen van overige positieve informatie (Panel D) en voor de steekproef van 14 emissies waarvoor als enige reden financiering van nieuwe investeringen wordt gegeven (Panel E).

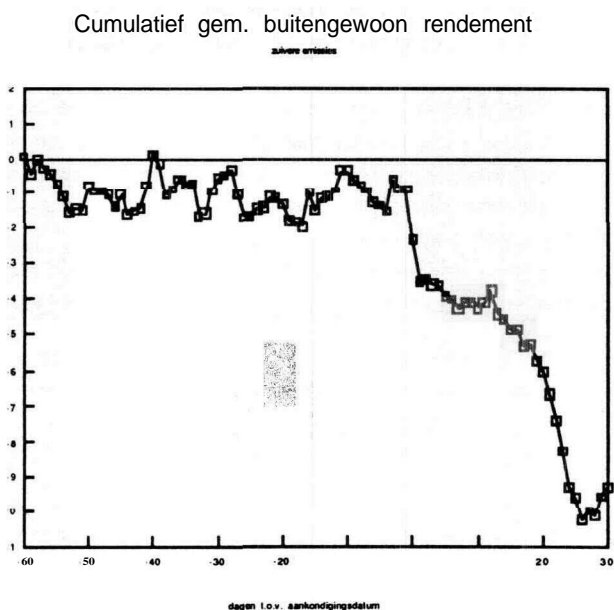
imERVAL										
	CAXR	t	CAXR	t	CAXR	t	CAXR	t	CAXR	t
AK-60, AK-1	2.580	1.529	-0.906	-0.045	2.307	0.099	3.988	1.465	0.377	0.545
AK, AK+1	-2.492	-7.555'	-2.656	-10.894»	-7.071	-4.684*	-0.988	-3.573*	-1.513	-5.303*
AK+2, AK+30	-3.720	-5.184»	-5.707	-4.319*	-1.815	-0.326	-3.514	-2.722*	-4.769	-4.155»
AK, AK+30	-6.211	-3.375*	-8.363	-6.944*	-8.887	-1.505	-4.502	-3.540*	-6.283	-5.365*

*: waarde verschilt significant van nul, bij een significantieniveau van 5 %

De periode tot 30 dagen na de aankondiging wordt weer gekenmerkt door een significant relatief rendementsverlies van 5,71%, wat betekent dat we de 'efficiënte markt' hypothese wederom moeten verwerpen. Ook hier is een aantal dagen achtereen na de aankondiging het negatieve effect waarneembaar: wederom blijft een aanzienlijk negatief post-aankondigings effect zichtbaar.

Als we de gezuiverde steekproef vergelijken met de totale, blijkt dat in grote lijnen de resultaten dezelfde blijven. Dit komt overeen met de resultaten van Mikkelsen en Parten [1986]. Aangezien de resultaten na zuivering van de steekproef nagenoeg hetzelfde blijven, zou dat kunnen betekenen dat het samenvallen van de bekendmaking van een voornemen tot een aandelenemissie en het bekendmaken van overig nieuws slechts weinig invloed heeft op de resultaten.

Grafiek3: Grafisch overzicht van het relatieve koersverloop, gemeten als het cumulatieve gemiddelde buitengewone rendement, van de *zuivere* steekproef van 14 aandelenemissies aan de Amsterdamse Effectenbeurs, over de onderzoeksperiode van 60 dagen voor tot 30 dagen na de aankondiging van de emissie



6.3 Resultaten van onzuivere emissies

Om de invloed van overig vrijkomend nieuws te meten is een nieuwe steekproef opgesteld die bestaat uit de 47 onzuivere emissies. Deze aankondigingen worden onderverdeeld in een groep van 36 die gepaard gaat met het vrijkomen van ander negatief beoordeeld nieuws⁴ en een van 11 die gelijktijdig positief beoordeeld nieuws⁵ verspreiden. Elk van beide steekproeven wordt opnieuw geanalyseerd en onderzocht op aankondigingseffecten. De resultaten worden weergegeven in tabel 3, panel C en D. Voor beide substeekproeven blijkt het totale prijseffect te zijn

⁴ Bekendmaking van (meer dan verwachte) negatieve jaarresultaten of van een financiële reorganisatie.

⁵ Aankondiging van (meer dan verwachte) positieve jaarresultaten of van nieuwe investeringen.

opgebouwd uit een negatief aankondigingseffect en een negatief respectievelijk positief overig nieuws effect. Het aankondigingseffect wordt dus ofwel vergroot ofwel gecompenseerd. Voor de gecombineerde steekproef van 47 aankondigingen met overig nieuws vallen deze verschillen tegen elkaar weg. Dit kan verklaren waarom de resultaten voor de gezuiverde steekproef nauwelijks afwijken van die voor de totale steekproef.

Reden van de emissie

In deze paragraaf wordt een steekproef onderzocht van aankondigingen van aandelenemissies die als expliciete reden de financiering van nieuwe investeringen hebben. Er kan zodoende worden nagegaan of er op de Nederlandse aandelenmarkt een compenserend investeringseffect optreedt. Om te onderzoeken of zich een dergelijk effect voordoet is uit de totale steekproef een nieuwe steekproef samengesteld op basis van de aangekondigde reden van de emissie. Tabel 4 geeft een overzicht van de verschillende redenen die in de aankondigingsberichten uit de totale **Steekproef Worden genoemd, met rtp bijbehorende relatieve frequentie. Het blijkt dat van Uc 14** aankondigingen die als enige reden de financiering van investeringen hebben, slechts één aangemerkt kan worden als zuiver, de overige gaan gepaard met het vrijkomen van nog meer overige koersgevoelige informatie. Eerder bleek al dat dit geen grote invloed heeft op de uiteindelijke conclusies. De resultaten worden gepresenteerd in tabel 3, panel E. Er blijkt een significant aankondigingseffect op te treden van -1,51%. Dit is duidelijk lager dan de -2,49% die werd waargenomen voor de totale steekproef. Dit lijkt te wijzen op het voorkomen van een positief investeringseffect dat het negatieve aankondigingseffect ten dele compenseert.

Tabel 4: *Genoemde redenen voor de 61 aandelenemissies uit de Male steekproef*

Reden van de aandelenemissie	Aantal van de totale steekproef	% van de totale steekproef
1. Investerings / expansie	14	23.0%
2. Verbetering van de vermogensbasis	11	18.0%
3. Combinatie van 1 en 2	12	19.7%
4. Financiering van een overname	7	11.5%
5. Financiering van de groei	4	6.6%
6. Financiële reorganisatie	4	6.6%
7. Niet genoemd	9	14.6 %

6.5 Verklaring van het koerseffect

Ten slotte is geprobeerd om de grootte van het optredende koerseffect ten tijde van de aankondiging van een aandelenemissie te verklaren. De mogelijke verklarende variabelen kunnen zijn (i) de relatieve emissieomvang (emissieopbrengst gedeeld door de marktwaarde van de onderneming), (ii) de relatieve koers (emissiekoers gedeeld door de koers vóór de emissie) en

(iii) de reden van de emissie (de financiering van nieuwe investeringen). Deze laatste relatie wordt onderzocht m.b.v. een dummyvariabele D, die de waarde 1 aanneemt als de reden van de emissie de financiering van nieuwe investeringen is en de waarde 0 voor elke andere reden. De regressievergelijking voor 55 emissies uit de totale steekproef⁶ is van de vorm:

$$(10) \quad KE = a + b_1 \ln(EIMW) + b_2 \ln(P_0IP_{-3}) + b_3 D$$

waarin:

- KE = gemeten koerseffect in het aankondigingsinterval
- E = emissieopbrengst
- MW = marktwaarde van het eigen vermogen van de onderneming
- PO = emissiekoers
- P.3 = koers drie dagen vóór de emissie
- D = dummyvariabele voor de reden van de emissie
- a = koerseffect dat onafhankelijk is van de gekozen verklarende variabelen
- b_i = regressiecoëfficiënten voor de verklarende variabelen, i = {1,2,3}.

De resultaten van de regressievergelijking worden in tabel 5 weergegeven. Vergelijking 1 toont aan dat er een significant negatief verband bestaat tussen de grootte van het koerseffect en de relatieve omvang van de emissie. Indien emissieomvang wordt gekozen als de enige verklarende variabele, leidt een toename hiervan tot een additionele verlaging van de koers met ongeveer 2,5 %. Vergelijking 2 wijst op een significant positief verband tussen de grootte van het koerseffect en de relatieve koers.

Tabel 5: Geschatte coëfficiënten van de regressievergelijking

	a	b ₁	b ₂	b ₃	R ²
U)	-0.069	-0.024			0.094
		(-2.485)			
(2)	-0.269		0.281		0.214
			(4.013)		
(3)	-0.261	-0.012	0.245	0.001	0.236
		(-1.199)	(3.237)	(0.077)	

Als zowel de omvang van de emissie als de relatieve koers worden gebruikt in dezelfde regressievergelijking, vinden we opnieuw negatieve respectievelijk positieve coëfficiënten, hoewel de omvang op een minder statistisch significant verband duidt. Dit kan verklaard worden door een mogelijke onderlinge correlatie tussen beide variabelen. De dummyvariabele

⁶ Voor 6 emissies zijn niet alle voor de regressie benodigde gegevens beschikbaar.

7 Samenvatting en conclusies

In dit onderzoek is getracht een inzicht te verkrijgen in de koersverandering rond de aankondiging van aandelenemissies. Daartoe is een empirisch onderzoek uitgevoerd aan de Amsterdamse Effectenbeurs over de periode van 1984 tot en met 1991. De resultaten wijzen op het optreden van een negatief aankondigingseffect. Bovendien blijkt in de post-aankondigingsperiode een aanzienlijk rendementsverlies op de uitstaande aandelen van de emitterende onderneming op te treden. De achterliggende oorzaken laten ruimte voor verder onderzoek. Waarschijnlijk kan het rendementsverlies verklaard worden met behulp van signalerings- of informatie-asymmetrie-modellen. Ten slotte is er een **significant** verband gevonden tussen de **grootte** van het koerseffect en zowel de emissieomvang als de relatieve koers.

Literatuur

- Asquith, P. and D. Mullins, 1986, Equity issues and offering dilution, *Journal of Financial Economics*, 15, 61-89.
- Barclay and Litzenberger, 1988, Announcement effects of new equity issues and the use of intraday price data, *Journal of Financial Economics*, 21, 71-99.
- Cooney, Jr., J.W. and A. Kalay, 1993, Positive information from equity issue announcements, *Journal of Financial Economics*, 33, 149-172.
- Dierkens, N., 1991, Information asymmetry and equity issues, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 26, 181-199.
- Duffhues, P., 1991, Ondernemingsfinanciering en vermogensmarkten 2, Wolters Noordhoff, Groningen.
- Eckbo, B.E. and R.W. Masulis, 1992, Adverse selection and the rights offer paradox, *Journal of Financial Economics*, 32, 293-332.
- John, K. and B. Mishra, 1990, Information content of insider trading around corporate announcements: the case of capital expenditure, *Journal of Finance*, 45, 835-855.
- Kalay, A. and A. Shimrat, 1987, Firm value and seasoned equity issues, *Journal of Financial Economics*, 19, 109-126.
- Leiland, H. and D. Pyle, 1977, Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediaries, *Journal of Finance*, 32, 371-388.
- Lucas, D. and R. McDonald, 1990, Equity issues and stock price dynamics, *Journal of Finance*, 45, 1019-1043.
- Marsh, P., 1979, Equity rights issues and the efficiency of the UK stock market, *Journal of Finance*, 34, 839-862.
- Masulis R., 1980, The effects of capital structure change on security prices, *Journal of Financial Economics*, 8, 139-178.

- Masulis, R. and A. Korwar, 1986, Seasoned equity offerings, *Journal of Financial Economics*, 15, 91-118.
- McConnell, J. and C. Muscarella, 1985, Corporate capital expenditure decisions and the market value of the **firm**, *Journal of Financial Economics*, 14, 399-422.
- Mikkelson, W. and M. Partch, 1986, Valuation effects of security offerings and the issuance process, *Journal of Financial Economics*, 15, 31-60.
- Miller, M. and K. Rock, 1985, Dividend policy under asymmetric information, *Journal of Finance*, 40, 1031-1051.**
- Myers, S., 1984, The capital structure puzzle, *Journal of Finance*, 39, 575-592.
- Myers, S. and N. Majluf, 1984, Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, 13, 187-222.
- Ross, S., 1977, The determination of financial structure: the incentive-signalling approach, *Bell Journal of Economics*, 8, 23-40.**
- Smith, C., 1977, Alternative methods for raising capital: Rights issues versus underwritten offerings, *Journal of Financial Economics*, 5, 273-307.