



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Magisteruppsats
Juni 2009

Nyemissioner i onoterade svenska företag

Förutsättningar för en framgångsrik nyemission

Författare:

Handledare:

Max Eklund
Victor Helbrink
Sammanfattning

Göran Anderson

Examensarbetets titel: Nyemissioner i onoterade svenska företag – Förutsättningar för en framgångsrik nyemission

Seminariedatum: 2009-06-03

Ämne/kurs: FEKP01 Examensarbete magisternivå, Företagsekonomi, Avancerad nivå, 15 Högskolepoäng (HP) eller ECTS-credits

Författare: Max Eklund, Victor Helbrink

Handledare: Göran Anderson

Nyckelord: Nyemissioner, framgångsfaktorer, onoterade företag, kapitalanskaffning, multipel regressionsanalys

Syfte: Syftet med uppsatsen är att finna och konkretisera möjliga faktorer som bidrar till en framgångsrik nyemission hos onoterade företag i Sverige. De faktorer kan på förhand hjälpa onoterade företag att anpassa organisationen och emissionsvillkoren till att ha så bra förutsättningar som möjligt för att genomföra en framgångsrik nyemission.

Metod: Vi har utifrån en deduktiv ansats gjort en kvantitativ undersökning med hjälp av informationshandlingar som de observerade företagen lämnar ifrån sig i samband med en nyemission.

Teoretiska perspektiv: Vi har använt oss utav teorier som huvudsakligen tar upp de faktorer som vi ämnar undersöka teckningsgraden med. Då bristen på direkt applicerbara teorier varit kännbar, har vi fått vända oss till teorier som behandlar noterade företag.

Empiri: Genom att studera informationshandlingar, såsom prospekt och memorandum, har vi försökt att sammanställa data som kan ligga till grund för undersökningen av de eventuella faktorer som kan bidra till en framgångsrik nyemission.

Resultat: Det går att finna faktorer som mer eller mindre påverkar teckningsgraden vid en nyemission i ett onoterat svenskt företag. Vi fann att konjunkturläge, förekomsten av garantier, planerat upptagande av företagets aktie till handel samt motivet för

nyemissionen är de faktorer som enligt vår undersökning har störst betydelse.

Abstract

Title: New issue of shares in unlisted Swedish companies – Conditions for a successful new issue of shares

Seminar date: 03-06-09

Course: FEKK01 Degree Project Master Level, Business Administration, Master level, 15 University credit points (UCP) or ECTS-credits

Authors: Max Eklund, Victor Helbrink

Advisor: Göran Anderson

Key words: New issue, success factors, unlisted companies, raising of capital, regression analysis

Purpose: The purpose of this thesis is to find and substantiate possible factors that contribute to a successful new issue of shares among unlisted companies in Sweden. Our ambition is that these factors will serve as guidelines in the decision-making for the companies and to obtain prosperity throughout the process of issuing new shares.

Methodology: We have chosen to work on the basis of a deductive approach and have made a quantitative investigation with the use of the information material the companies hand out in relation to the new issue of shares.

Theoretical perspectives: The main theoretical frame consists of theories, which reflect the factors that we use to examine the possibility to raise capital. Because the lack of theories that applies direct on unlisted companies we have included theories that applies to listed companies as well.

Empirical foundation: By studying the information material composed for the investors, such as prospectus and memorandum, we gathered data that were used in order to find possible success factors when issuing new shares.

Conclusions: We find a few factors that have an effect on the possibility for Swedish unlisted companies to raise capital. Business cycle, the access to a guarantor, plans for listing the company shares and the motive for performing the new issue of shares are factors that we find most important in order to succeed.

Förord

Vi skulle vilja tacka vår handledare Göran Anderson för den support och hjälp vi fått i samband med uppsatsen.

Vi skulle även vilja framhäva ett stort tack till alla som på något sätt bidragit med information, kunskap eller support till detta arbete.

Lund 2009-05-25

Max Eklund

Victor Helbrink

Innehåll

1 Inledning	7
1.1 Bakgrund.....	7
1.2 Problemdiskussion	9
1.3 Problemformuleringar	9
1.4 Syfte	10
1.5 Avgränsningar.....	10
1.6 Målgrupp	10
1.7 Definitioner och begrepp	11
1.8 Disposition.....	11
2 Metod	12
2.1 <i>Val av ämne</i>	13
2.2 <i>Regressionsanalys</i>	13
2.2.1 De förklarande variablerna	14
2.3 <i>Övrig analys av insamlad data</i>	16
2.4 <i>Induktivt angreppssätt i en kvantitativ strategi</i>	17
2.5 <i>Datainsamling</i>	18
2.6 <i>Urval för datainsamlingen</i>	19
2.7 <i>Reliabilitet, Validitet och Replikerbarhet</i>	19
2.8 <i>Källkritik</i>	20
3 Praktisk Referensram	21
3.1 <i>Onoterade svenska företag</i>	22

3.2 Kapitalanskaffning	22
3.2.1 Egen finansiering	23
3.2.2 Lån.....	23
3.2.3 Externt riskkapital	24
3.4 Nyemissioner	24
3.4.1 Motiv till nyemission	25
3.4.2 Process vid nyemission.....	26
3.4.3 Garantens roll	29
3.4.4 Informationshandlingar vid nyemissioner	30
3.3 Anslutning till handelsplats för aktier	32
4 Teori och tidigare forskning	33
4.1 Kapitalstruktur	33
4.1.1 Modigliani och Millers teorier	34
4.1.2 The Trade-Off model.....	34
4.1.3 The Pecking Order Hypothesis.....	35
4.2.4 Kapitalstruktur företagets livscykel.....	36
4.2 Underprissättning	36
4.2.1 Winners curse	37
4.2.2 The Investment bank's monopsony power hypothesis.....	38
4.3 Signaleffekten vid nyemission	38
4.3.1 Asymmetrisk information	39
4.3.2 Förändring av ägarstrukturen.....	39
4.3.3 Positiva signaler	40
4.4 Hypotes	41
5 Empiri	42
5.1 Regressionsanalysen	43
5.2 De bestämmande variablerna i regressionsanalysen	44
5.2.1 Emissionsbelopp/Eget kapital.....	45
5.2.2 Barometerindikator	45
5.2.3 Garant	46
5.2.4 Anslutning.....	47
5.2.5 ROE.....	48
5.2.6 Informationshandling.....	49

5.3 Faktorer utanför regressionsanalysen	49
5.3.1 Emissionsinstitut	49
5.3.2 Antal emissioner efter år 2000	50
5.3.3 Aktiekapital och ägarstruktur	50
5.3.4 Motiv	50
5.3.5 Företrädesrätt	51
6 Analys	51
6.1 Analys av variablerna i regressionsanalysen	51
6.2 Analys av variabler utanför regressionsanalysen	55
6.3 Egna reflektioner gällande analysen.....	56
7 Slutdiskussion	57
7.1 Slutsats	57
7.2 Förslag på förbättringar	58
7.3 Förslag på vidare forskning	59
8 Källor	60
8.1 Publicerade källor	60
8.1.1 Litterära källor	60
8.1.2 Artiklar och tidsskrifter	61
8.1.3 Lagar.....	62
8.1.4 Övriga publikationer.....	62
8.2 Muntliga källor	62
8.3 Elektroniska källor.....	62
8.3.1 Internetadresser.....	62
8.5 Övriga.....	62
9 Appendix	62
9.1 Appendix 1	63
9.2 Appendix 2	63
9.3 Appendix 3	64
9.4 Appendix 4	65
9.5 Appendix 5	66
9.6 Appendix 6	68
9.7 Appendix 7	69
9.8 Appendix 8	70

1 Inledning

I det inledande kapitlet presenterar vi ämnet, dess bakgrund och den problemdiskussion samt frågeställning som uppsatsen kretsar kring. Vidare formulerar vi uppsatsens syfte, målgrupp samt avgränsningar.

1.1 Bakgrund

Att nyemissioner är ett aktuellt ämne går inte att undgå då det finansiella läget tvingar fler och fler företag att överväga kapitalinjektioner, vilket man kan skönja genom att helt enkelt läsa tidningen. En nyemission är samtidigt långt ifrån företagets förstahandsval vad gäller kapitalinförskaffning, då den kan vara både kostsam och tidskrävande. (Myers; Majluf, 1984) Trots att påståendet är baserat på Myers och Majlufs artikel som publicerades för 25 år sedan anser vi att den ännu är aktuell vad gäller bedömningen av företagets syn på en nyemission.

En nyemission betyder att ett företag späder ut sina nuvarande aktier, vilket kan ses som en klar nackdel för de tidigare aktieägarna som inte är redo att teckna de nyemitterade aktierna. De aktieägare som sedan tidigare förfogar över andelar i företaget kan vid en nyemission få företrädesrätt till de nyemitterade aktierna i samma förhållande till den andel i företaget som de sedan tidigare hade, men det beslutas av företaget och dess ledning. (Hansson et al, 2006) Då vår uppsats undersöker situationen för svenska onoterade företag finns det inte mycket tidigare forskning kring ämnet vilket betyder att mycket av de teorier vi använder oss av från vetenskapliga artiklar i grunden riktar sig till noterade företag.

Antalet godkända prospekt ökade under inledningen av 2000-talet för att sedan stagnera under 2007 och slutligen sjunka markant under 2008 (Finansinspektionen 2008). Baserat på dessa fakta har vi gjort antagandet att även antalet memorandumerna följt en liknande utveckling. Nedgången under 2007-2008 kan bero på diverse faktorer, men framför allt på den oro som inleddes redan under 2006 och som på senare tid påverkat de finansiella marknaderna med en enorm kraft. (Brinkmann; Velz, 2009) Från den tillfälliga avmattningen av antal nyemissioner har de under senaste de månaderna åter ökat och denna uppgående trend är något som flera analytiker tror blir långvarig alltjämt som finanskrisen fortfarande är en påverkande faktor (www.di.se).

Något som nästan kan ses som ett 2000-tals fenomen är den idag ofta förekommande täckningsgarantin som lämnas av främst storägare och banker men även av förmögna privatpersoner som vill ta chansen att gå in i ett företag till ett rabatterat pris. Att ha en nyemission fulltecknad är vad företag eftersträvar, men kostnaden för att ha garantier som fulltecknar nyemissionen kan bli stor. Procentsatsen på garantibeloppet som lämnas som premie till garanterna kan uppgå till allt mellan 4 till 15 procent beroende på hur mycket det garanterade beloppet uppgår till. (www.va.se) När ett företag ska genomföra en nyemission krävs ett prospekt godkänt av Finansinspektionen om de ämnar genomföra en nyemission som omfattar fler än 100 personer eller ett nominellt belopp högre än 1 miljon Euro. Vad gäller företag som väntas emittera aktier av ett värde som är mindre än 1 miljon Euro under en 12 månadersperiod behöver de inte upprätta prospekt och omfattas därför inte av FI:s granskning. Dessa företag upprättar i de flesta fall ett memorandum som utgör beslutsunderlag för investerarna. För detta dokument finns inte heller något formkrav, utan den som upprättar ett memorandum avgör själv vilka uppgifter som ska finnas med. (Finansinspektionen, 2009) De nyemissioner som vi ämnar undersöka är de som genomförts av svenska onoterade företag vilket betyder att både prospekt och memorandum kommer att behandlas som informationskällor under uppsatsens gång.

Frågan om det finns några gemensamma faktorer som pekar mot att en nyemission skulle nå framgång är vad som driver uppsatsen framåt. Genom undersökning av prospekt och memorandum läggs en informationsgrund som förhoppningsvis i analysen kommer att leda oss till vårt mål.

1.2 Problemdiskussion

När ett företag står inför valet att genomföra en nyemission beror det oftast på att företaget behöver en kapitalinjektion av olika anledningar, så som expansion eller nyinvesteringar men även en så vital anledning som att som företag kunna överleva en svår period kan ligga som grund till beslutet. En fulltecknad nyemission är naturligtvis varje företags mål, men det är inte alla som lyckas uppnå det. Vad är det då som gör att somliga företag lyckas samtidigt som andra misslyckas? Det är just de faktorer som kan komma att påverka teckningsgraden som vi vill undersöka med denna uppsats. Exempel på dessa skulle kunna vara i vilket konjunkturläge nyemissionen genomförs, om det finns garantier inblandade eller motivet till kapitalanskaffningen.

Då det finns andra alternativ än en nyemission att få in kapital i ett företag ställs ledningen inför frågan om vilket alternativ som skulle vara bäst just dem. Vi vill med vår uppsats utreda om ett företag på förhand kan identifiera dessa framgångsfaktorer som sedan skulle kunna ligga som underlag till detta beslut huruvida en nyemission bör genomföras eller inte.

Samtliga faktorer vi har för avsikt att identifiera kommer att vara baserade på data som härstammar från svenska onoterade företag vilket betyder att samma resultat kanske inte skulle uppnås i ett fall där nyemissionerna hos noterade företag undersöks.

I teorikapitlet under rubriken "Hypoteser" kommer vi att presentera några faktorer som vi tror kan vara av stor betydelse vid en nyemission för ett onoterat företag i Sverige.

1.3 Problemformuleringar

- Går det att finna, och i så fall vilka, avgörande faktorer för en framgångsrik nyemission i ett svenskt onoterat företag?
- Kan dessa framgångsfaktorer ligga som grund åt framtida beslut rörande nyemissioner i svenska onoterade företag?

1.4 Syfte

Vårt syfte med uppsatsen är att finna och konkretisera möjliga faktorer som bidrar till en framgångsrik nyemission hos onoterade företag i Sverige. De faktorer skulle då på förhand kunna hjälpa onoterade företag att anpassa organisationen och emissionsvillkoren till att ha så bra förutsättningar som möjligt för att genomföra en framgångsrik nyemission.

1.5 Avgränsningar

Då vi valt att undersöka nyemissioner ibland onoterade företag i Sverige finns det flera avgränsningar som vi måste överväga. För att få en så saklig och fokuserad uppsats som möjligt har vi bestämt oss att göra tydliga och relativt snäva avgränsningar.

Eftersom tidsramen för uppsatsen är begränsad har det varit nödändigt att göra en rad avgränsningar för att den ska kunna slutföras i tid. Uppsatsen behandlar, som frågeställningen antyder, onoterade företag på den svenska marknaden. Således faller företag vars aktie handlas på en reglerad marknadsplats eller handelsplattform samt utländska företag utanför studien.

De nyemissioner som har undersökts är genomförda mellan åren 2006-2009, vilket begränsar urvalet av företag. Under de åren har den allmänna konjunkturen och börsklimatet varit både mycket positivt och mycket negativt och ger därför en helhetsbild på hur framgångsrika nyemissionerna varit i respektive klimat och vilka variabler som påverkat utfallet.

Den information som ligger till grund för undersökningen är de informationshandlingar som företaget delgivit investerare i samband med nyemissionen. Det innefattar både godkända prospekt och memorandum. Därutöver finns det flera informella erbjudanden som cirkulerar mellan familj, vänner och andra kontakter som vi inte valt att undersöka.

1.6 Målgrupp

Vår målgrupp är framförallt studenter inom ämnet företagsekonomi, och framför allt de med inriktning på finansiering. Vi utgår därför från

att läsarna sedan tidigare har en viss insikt i ämnet samt ett grundläggande ordförråd inom den ekonomiska terminologin. Då vi valt att skriva om nyemissioner i onoterade svenska företag har vi naturligtvis en förhoppning om att de som står inför det scenariot kan ha intresse att ta del av resultatet av denna uppsats. Vi har även en ambition att med uppsatsen skapa ett allmänt intresse för nyemissioner och handel i onoterade företag.

1.7 Definitioner och begrepp

Svenskt företag Företag som är en svensk juridisk person.

Onoterat företag Ej noterat på reglerad handelsplats eller anslutet handelsplattform (MTF). Detta är inte den juridiska definitionen, men den vi kommer att använda oss av under uppsatsens gång.

Framgångsrik nyemission I denna uppsats definieras framgångsrik nyemission som en fulltecknad nyemission.

1.8 Disposition

- **Kapitel 2: Metod**

Läsaren informeras om hur vi gått tillväga för att skriva uppsatsen. Här ges även en beskrivning om hur den multipla regressionsanalysen genomfördes.

- **Kapitel 3: Praktisk Referensram**

Här ger vi en beskrivning av de olika alternativ ett företag som står inför en nyemission har. Vi ger även en utförlig redogörelse om hur processen vid en nyemission ser ut.

- **Kapitel 4: Teori och tidigare forskning**

Då det saknas några direkta teorier eller modeller för onoterade företag kommer vi i detta kapitel att redogöra för begrepp och forskning som berör ämnesområdet utifrån noterade företag.

- **Kapitel 5: Empiri**

Här redovisas all insamlad och sammanfattad data som vi sedan kommer att basera analysen på. Vi presenterar även de resultat vi uppnått med regressionsanalysen.

- **Kapitel 6: Analys**

I analysen använder vi teori samt praktiska referensramen för att analysera den data som presenteras i empirikapitlet.

- **Kapitel 7: Slutsats**

I slutsatsen diskuterar vi kring analysen och de frågeställningar som uppsatsen baseras på. Kapitlet avslutas med förslag på förbättringar samt förslag på vidare forskning.

2 Metod

I detta kapitel informeras läsaren om hur vi gått tillväga för att skriva uppsatsen. Det ger även en beskrivning om hur den multipla regressionsanalysen genomfördes.

2.1 Val av ämne

Valet av ämne grundades i den kunskap och de förutsättningar vi hade från tidigare erfarenheter. Då en av oss jobbar på ett företag vars affärsidé delvis bygger på att organisera handel i svenska onoterade företag samt att den andre sedan tidigare skrivit en uppsats i nära samarbete med just detta företag, föll det sig naturligt att vi sökte oss emot samma riktning. I en tid av finansiell oro är det aktuellt med frågor kring kapitalanskaffning, då investerare och institutioner till en början inte är lika riskvilliga som i en tryggare situation. När marknaden däremot börjar visa upp en lägre värdering på företag än vad som är motiverad av marknadsläget börjar större investerare åter att investera. Den naturliga konsekvensen därefter är att även mindre investerare går in på marknaden och en ny situation börjar forma sig. (Johan Mårtenszon, telefonsamtal, 2009-05-18) Tidigare forskning vad gäller nyemissioner i största allmänhet finns sedan tidigare, men det som gör att vår uppsats fyller ett kunskapsgap är att undersökningen baseras på onoterade svenska företag. I och med valet av ämne och infallsvinkel finns det naturligtvis även förhoppningar om att onoterade företag skall komma att kunna använda vår undersökning som en granskande informationskälla inför en eventuell nyemission.

2.2 Regressionsanalys

I den multipla linjära regressionsanalysen ämnar vi att använda delar av de data vi samlat ihop genom att sammanfatta företags informationshandlingar inför en nyemission samt det resultat som följde. I regressionsanalysen har vi valt att sätta teckningsgraden som beroende variabel för att därefter med de förklarande variablerna försöka klargöra vad det är som ger en förändring på teckningsgraden. Då syftet med uppsatsen är att finna och konkretisera möjliga faktorer som bidrar till en framgångsrik nyemission var teckningsgraden självklar som beroende variabel eftersom den är kvoten av det faktiska belopp som företaget lyckades dra in under nyemissionen dividerat med det totala emissionsbeloppet.

Regressionsanalysen vi ämnar genomföra är väldigt grundläggande och kommer att ge oss en insikt i huruvida de förklarande variablerna är i förhållande till den bestämmande variabeln (Greene, 1997). Vi har inget intercept (konstant) i vår formel, vilket berättar att vår linje startar på noll där Y-axeln skär X-axeln. Då vi inte har testat för heteroskedasticitet gör vi antagandet att residualerna är

homoskedastiska och genomför analysen enligt detta. Valet av signifikansnivå på 95 % grundas i att de flesta tester vi funnit använt sig av denna nivå, vilket vi uppfattat som en standard bland regressionsanalyser som genomförts med liknande data som vår. Närmare förklaring på hur vi går till väga vid avläsningen de data regressionsanalysen ger kommer i samband med presentationen av resultatet i empirikapitlet.

Här nedan visas ekvationen till regressionsanalysen med dess förklarande variabler samt teckningsgraden som Y.

$$\begin{aligned}
 Y &= \beta \frac{\text{Emissionsbelopp}}{\text{Eget Kapital}} + \beta \text{Barometer} + \beta \text{Garant} + \beta D_{\text{Ansl.-Nej}} \\
 &+ \beta D_{\text{Ansl.-Fr.}} + \beta D_{\text{Ansl.-Uppt.}} + \beta \text{ROE} + \beta \text{Informationshandling} + \varepsilon_i
 \end{aligned}$$

2.2.1 De förklarande variablerna

De förklarande variablerna har som uppgift att reda ut vad det är som ger en förändring i beroende variabeln, som i vårt fall är teckningsgraden som i ekvationen ovan visas som ett Y (Greene, 1997). Samtliga variabler och hur de matades in, inklusive teckningsgraden, för regressionsanalysen går att finna i Appendix 1-3.

2.2.1.1 Emissionsbelopp/Eget kapital

När det totala emissionsbeloppet divideras med, det innan nyemissionen senast redovisade, egna kapitalet får man en uppfattning om hur stor nyemissionen är i förhållande till företaget. Mindre företag som är under en tillväxtfas kan här få ett högre variabeltal än ett företag som funnits under en längre tid då det äldre företaget oftast har ett större eget kapital. Vad variabeln förklarar är alltså om emissionsbeloppet är en större eller mindre del av det befintliga företaget. I regressionsanalysen, under Emissionsbelopp/Eget kapital, benämns denna variabel med kvoten i siffror.

2.2.1.2 Barometerindikator

Barometerindikatorn är ett mått som ger en bild över det aktuella konjunkturläget på månadsbasis och ges ut av konjunkturinstitutet. Indikatorn baseras på månadsvisa enkäter bland hushåll och företag

och får därför enligt konjunkturinstitutet en helhetsbild av läget hur företagen och hushållen ser på den svenska ekonomin. Fördelningen bland sektorer och grupper är densamma som EU-kommissionens ESI (Economic Sentiment Indicator) och kan ses som ett trovärdigt värde av konjunkturen.

Barometerindikatorn har ett medelvärde på 100 och en standardavvikelse på 10 vilket visar på att ett värde mellan 100 och 110 är en god konjunktur samtidigt som värden under 100 visar på motsatsen. Vi har valt att visa detta tal i förändring från medelvärdet. Anledningen till att vi har valt barometerindikatorn som en förklarande variabel i vår regressionsanalys är att den visar hur det ekonomiska klimatet såg ut vid tiden för nyemissionen. Då indikatorn är månadsjusterad har vi valt att applicera det värde som presenterades för den månaden som teckningstiden för nyemissionerna startade.

2.2.1.3 Garant

Denna variabel förklarar hur stor del av det totala emitterade beloppet som är garanterat i förhand av diverse garantier. Något som inte inkluderas i denna variabel den ersättning som betalas ut till investerare som i förhand är villiga att garantera sin medverkan i nyemissionen. Fördelen med att ha en eller flera garantier är naturligtvis att den garanterade delen enligt avtal skall tecknas, men även att investerare kan känna en trygghet i att kända institut eller namn gått in och garanterat en större del av nyemissionen. (Johan Mårtenson, telefonsamtal, 2009-05-18)

I regressionsanalysen benämns variabeln i hur stor del av nyemissionen som är garanterad, vilket betyder att en nolla visar på en icke garanterad nyemission.

2.2.1.4 Anslutning

Anslutningsvariabeln är uppdelad i tre dummyvariabler som förklarar om företaget har några framtida planer om att anslutas till en finansiell marknadsplats eller inte. Företag har i regel uttryckt tre olika alternativ angående en framtida anslutning och det är att det antingen inte finns några planer alls, att det finns planer utan att något datum är fastställt eller att företaget redan är bekräftade av en finansiell marknadsplats. Om ett företag bekräftar att företagets aktie kommer att vara föremål

för en organiserad handel, leder det i sin tur till att en framtida försäljning av de nyemitterade aktierna skulle underlättas. I regressionsanalysen är denna variabel uppdelad i tre olika dummyvariabler; Anslutning - Nej, Anslutning - Framtid och Anslutning - Upptagen, där en etta betyder att företagets anslutningssituation är densamma som den faktiska dummyvariabeln och en nolla motsatsen.

2.2.1.5 ROE

Return On Equity (Avkastning på Eget Kapital) visar hur pass lönsamt företaget är i förhållande till sitt egna kapital. Formeln vi har använt för ROE är årets vinst dividerat med eget kapital. (Bragg, 2002) Då flera utav de företag som omfattas av vår undersökning fortfarande är relativt unga eller i utvecklingsstadiet har årets resultat i majoriteten utav fallen varit negativt, vilket lett till att även ROE visat sig negativt. När ett negativt årsresultat sätts i förhållande till ett lågt eget kapital bildas en stor negativ kvot, vilket går att finna hos flera av företagen.

2.2.1.6 Informationshandling

Informationshandlingen ger svaret på frågan om det handlar om ett prospekt eller ett memorandum. Då, som vi tidigare nämnt i uppsatsen, ett prospekt och memorandum har olika rättsliga förpliktelser skiljer det därför oftast i omfattningen av den information som lämnas samt det faktum att ett prospekt granskas och godkänns av Finansinspektionen. Vi har på grund av skillnaderna mellan de båda informationshandlingarna valt att räkna med dem som en påverkande variabel, vilket vi motiverar ytterligare i hypotesen.

I regressionsanalysen, under Informationshandling, benämns denna variabel med en etta för prospekt och en nolla för memorandum.

2.3 Övrig analys av insamlad data

Utöver den multipla regressionsanalysen ämnar vi att göra ytterligare en analys på den insamlade data som redovisas i Appendix 4-8. Denna analys väntas ge kompletterande överblick över de variabler som behandlas så väl som över de som inte behandlas i regressionsanalysen men ändå väntas ha en påverkan på teckningsgraden. Anledningen till att vi måste ha ytterligare en analys utöver regressionsanalysen är att de data vi samlat inte nödvändigtvis

ger en helt korrekt bild av omständigheterna då mängden data är relativt liten.

I de matriser som återfinns i Appendix hoppas vi kunna finna svar på frågor som man inte kunnat få svar på genom en regressionsanalys. Fördelen med denna metod är att vi kan följa upp regressionsresultat om vi finner det orealistiskt eller om en variabel helt enkelt inte går att tolka med hjälp av regressionen. Trots att företagen är strukturerade på ett sådant sätt i matriserna så att man kan se varje företags prestation och övrig information har vi valt att inte göra det till en kvalitativ analys.

2.4 Induktivt angreppssätt i en kvantitativ strategi

Angående valet av angreppsvinkel kan det underlätta att i ett tidigt skede välja ut en forskningsstrategi samt den relation mellan teori och forskning som kommer att genomsyra arbetet (Bryman; Bell, 2005). Detta kan däremot bli en svår uppgift då en forskningsprocess kan ta oväntade vändningar, vilket gör att ansatser måste ändras och strategier omformuleras. Då vi haft svårigheter att finna direkt applicerbara teorier att tolka empirin med kan vi därmed utesluta den deduktiva ansatsen, samtidigt som det finns flera teorier som tar upp situationen för företag som genomför en nyemission och är anslutna till en handelsplattform eller reglerad marknadsplats. Det som gör att teorierna inte är direkt applicerbara beror på att flera av teorierna behandlar noterade företag, medans vi valt att lägga fokus på onoterade. Bristen på teorier har varit en påverkande faktor i valet av angreppssätt då flera av dem inte direkt behandlar vårt ämne. Liksom en studie av Sachmann från 1992 beträffande existensen och förekomsten av subkulturer från 1992 faller vårt val av angreppssätt åt den induktiva ansatsen. Detta då vi i likhet med Sachmann har som mål att finna egna svar utan att styras av befintliga teorier.

Huvuddelen av vår empiri består av data som är komponerad av företagen själva, alternativt det institut som sätter samman informationen på uppdrag av företagen. Det gör att vi trots ett induktivt angreppssätt för en kvantitativ forskningsstrategi. Då den optimala mängden företag för en liknande forskning hade varit betydligt större än den vi åstadkommit tyder även det på att en sådan forskning är lagd åt det kvantitativa hållet. Intervjuer med samtliga företag samt större investerare i deras nyemissioner skulle göra vårt arbete mer kvalitativt, men på grund av att materialet är så pass

svårbehandlat som det är har vi valt att inte gå in djupare i företagen än vad prospektet eller memorandumet erbjuder. Det motiveras också med att vi faktiskt undersöker effekten av innehållet i informationshandlingen som når investerarna och ligger till grund för deras beslut.

2.5 Datainsamling

Som vi tidigare nämnt består våra data till största del av information insamlad från företagens egna prospekt eller memorandum samt årsredovisningar. Eftersom vi har tydliga avgränsningar om vilka företag vi vill inrikta oss på har det uppkommit svårigheter att erhålla den finansiella informationen som krävs för detta. Vi har valt att finkamma tre olika databaser på internet som sparar samlad information om aktuella och historiska nyemissioner som faller inom ramen för våra avgränsningar. Dessa databaser tillhandahåller Finansinspektionen, Derank.se samt Nyemissioner.se.

2.5.1 Primärdata eller sekundärdata

Vid datainsamling är det bland någon av de två kategorierna primärdata och sekundärdata man ska positionera sig, utan att känna sig bunden till någondera. Primärdata är den data som samlas in av brukarna för just det syfte som önskas och kan uppstå genom intervjuer, enkäter, experiment eller observationer ämnade för att samla information. Några av de stora fördelarna med primärdata är att den kan anpassas till dess syfte samt att den i de allra flesta fall är aktuell. Det är även en informationsart som man ofta själv kan fastslå om den går att lita på. (Christensen, 2001)

Sekundärdata är de data som sammanställts vid ett tidigare tillfälle och ofta använts för ett annat ändamål än just vårt. Böcker, artiklar och publicerad information på internet är typiska exempel på sekundärdata. De stora fördelarna med sekundärdata är att den redan finns vilket även medför att den oftast är väldigt kostnads- och tidseffektiv i jämförelse med primärdata. En stor nackdel med sekundärdata är att den är just sekundär. Det är någon annan som samlat in materialet och efter det tolkat det på sitt eget sätt, men den negativa faktorn med sekundärdata kan gå att skydda sig emot då det ofta finns ett större urval av källor och därmed en lägre risk att få

falsk information. En annan strategi för att komma undan eventuella faktafel är att ta sig så nära den ursprungliga källan som möjligt. (Christensen, 2001)

Då våra data till största del baseras på företagens prospekt, memorandum samt årsredovisningar betyder det att fokusen ligger på sekundärdata. Även de teorier som vi nämner under uppsatsens gång har varit publicerade sedan innan i antingen artiklar eller böcker, vilket leder till att även dessa räknas som sekundärdata.

2.6 Urval för datainsamlingen

I stycket om avgränsningar i första kapitlet kan man läsa om vilka slags företag samt inom vilka tidsperioder som vi valt att inriktat oss på. Ett problem med datainsamlingen har varit att finna det kompletterande utslaget av nyemissionen då onoterade företag inte behöver följa samma hårda regler angående offentlig redovisning som flera av de finansiella marknadsplatserna fastslagit genom sina regelverk. Det har lett till att vi sökt igenom de tre databaserna som nämns i stycket om datainsamling och därefter valt ut samtliga företag som tilläts av avgränsningarna.

2.7 Reliabilitet, Validitet och Replikerbarhet

När man ska se till reliabiliteten i vår uppsats måste vi ta hänsyn till struktur och metod. Med begreppet reliabilitet innebär det att uppsatsen skall vara pålitlig. (Holme; Solvang, 1997) Här diskuteras även frågan om ifall forskningens resultat skulle ändras om den skulle genomföras på nytt. För vår del kan vi understryka att en analys av samma företag skulle ge ett snarlikt utslag, men om företagen skulle bytas ut eller utökas skulle även resultatet kunna komma att skilja sig åt. Detta beror till större del på att vi undersöker ett mindre antal företag vilket betyder att medelresultatet inte ger ett svar som återspeglar marknadens situation för samtliga företag som finner sig i läget att överväga en nyemission. Naturligtvis hade en större mängd företag varit att föredra, men på grund av brist på publicerad information har detta inte varit möjligt. Vi har med vår uppsats försökt att hålla en så hög validitet som möjligt genom att ha målet att välja ut väsentliga förklarande variablerna till vår analys.

Då ingen av författarna till denna uppsats något subjektivt intresse i resultatet är det en fördel då det leder till att replikerbarheten håller sig hög. Ännu en bidragande faktor till att replikerbarheten skulle vara hög är vår datainsamling eftersom vi endast sammanfattat information som redan finns publicerad. (Bryman; Bell, 2005)

2.8 Källkritik

Det första och mest primära att nämna som källkritik i samband med denna uppsats är att de jämförelser vi gjort är baserade på företagets egen information i samband med nyemissionerna. Vad vi menar är inte att företaget lämnar ut falska uppgifter utan snarare att viss information som inte talar till företagets fördel kan ha sällats bort inför komponeringen av informationshandlingen. Naturligtvis är det så att ett prospekt generellt har mer omfattande finansiell information än ett informationsmemorandum, vilket beror på de olika kraven som Finansinspektionen sätter på informationsutgivningen (www.fi.se). Att förhålla sig kritiskt till den information vi funnit ser vi som en naturlig del i tolkningen av den genom att ta hänsyn till vem författaren till texten är, när texten publicerades och hurvida den för oss framåt i forskningen genom att besvara de frågor vi söker svar på (Rienecker; Jørgensen, 2008).

I vårt fall handlar det till största del om informationsmemorandum och prospekt vilket betyder att det för memorandumerna ibland är företaget självt som komponerar informationen. Informationen i prospekt skrivs däremot under strängare regler och informationskrav, vilket betyder att den finansiella informationen måste tolkas med de olika informationskraven medräknade. Trots att denna information kan anses vara subjektiv är det vårt val att använda den som grund då den jämförande delen mellan informationskraven är en del av undersökningen. En investerare kan granska ett prospekt mindre kritiskt med tanke på informationens omfattning än vid granskning av ett mindre omfattande memorandum betyder det att detta är något som kan påverka teckningsgraden, vilket i sin tur leder till att det är för intresse för oss.

För att få reda på teckningsgraden av en genomförd nyemission har vi haft två angreppssätt. Det första är att söka i årsredovisningen, då den ger en utförlig rapport av det föregående årets ekonomiska aktiviteter inom kapitalstrukturen. Det andra sättet har varit att finna publicerade

pressmeddelanden angående utslaget i genomförda nyemissionen. Det sistnämnda har varit en lösning för de företag som inte hunnit publicera en årsredovisning sedan nyemissionen. Källkritiken i dessa båda fallen är relativt låg, bland annat då falsk information i en årsredovisning är straffbart (Årsredovisningslagen (1995:1554)).

3 Praktisk Referensram

I detta kapitel ger vi en beskrivning av de olika alternativ ett företag som står inför en nyemission har. Vi ger även en utförlig redogörelse om hur processen vid en nyemission ser ut samt framställer de viktigare delarna och begreppen i samband med denna process.

3.1 Onoterade svenska företag

Vi har valt att använda begreppet "onoterad" för företag som inte är noterade på en reglerad marknadsplats, men även för de som inte är anslutna till en handelsplattform (MTF). Den reglerade marknadsplatsen är vad som i folkmun kallas börs, men faktum är att en börs är ett företag som kan bestå av flera reglerade marknadsplatser varpå handeln utförs. I Sverige finns endast två av dessa börser; Nasdaq OMX Stockholm AB och Nordic Growth Market NGM AB. First North, Aktietorget och Nordic MTF är de tre handelsplattformarna som finns på den svenska marknaden och ses som enklare form av handelsplats för de företag som inte är redo eller uppfyller de krav för en notering på en reglerad marknadsplats. (www.fi.se)

Det betyder att de företag som vi valt att undersöka endast omfattar företag som inte erbjuder en organiserad handel i sin aktie på en reglerad marknadsplats eller en handelsplattform vid tidpunkten för nyemissionen. Något som skiljer många av de olika företagen åt är att vissa har en ambition med en eventuell nyemission om att låta sig noteras eller anslutas till en handelsplattform inom en snar framtid samtidigt som andra väljer att genomföra nyemissionen utan utlovade framtidsplaner.

3.2 Kapitalanskaffning

Företag behöver alltid kapital för att kunna göra nyinvesteringar eller för att finansiera den befintliga verksamheten (www.expowera.se). Vad som skiljer alternativen åt för de olika företagen varierar bland annat genom de olika stora behoven av kapital. En nyinvestering av en skrivare slår inte lika hårt som ett stort budgetunderskott eller investeringen i en ny produktionshall. Det finns åtskilliga alternativ för företagen och vi kommer under denna rubrik nämna några av de vanligaste sätten att värva kapital till företagets behov. (Andrén et al, 2003)

3.2.1 Egen finansiering

Ett vanligt sätt för ett företag att finansiera sin verksamhet är att göra det genom egna likvida medel så som vinster från resultaträkningen eller genom grundarnas egna kapital. I de allra flesta fall fungerar denna metod bra och är även allmänt accepterad, men den är något limiterad då storleken på det önskade kapitalet oftast inte kan vara för stor. Det gör sig förstås inte gällande för ett företag med vinster som täcker behovet. För ett företag som befinner sig i en lanserings- eller tillväxtfas, eller har ett kapitalbehov som grundar sig i stora investeringar som ännu inte återspeglar företagets storlek, kan denna metod av kapitalanskaffning vara svår. Få företag i de faserna har en tillräckligt stor vinst för att finansiera den befintliga verksamheten. (Andrén et al, 2003)

3.2.2 Lån

Ett annat vanligt finansieringsalternativ för ett svenskt företag är det traditionella banklånet.

Men liksom föregående kategori, egen finansiering, finns det behov av att kunna visa upp en stabil försäljning och en vinst som skulle kunna täcka eventuella räntekostnader och amorteringar. Beroende på företagets situation kan banken välja att strukturera upp dess återbetalningsplan och löptid, vilket betyder att det inte finns några generella regler för lånetagare – utöver att pengarna ska betalas tillbaka. På grund av återbetalningskravet är banklån framför allt lämpligt när det handlar om investeringar i materiella tillgångar, som säljs vidare på en marknad och därmed skapar ett värde som enkelt går att uppskatta. (Andrén et al, 2003)

Eftersom företag söker sig till banker av olika anledningar finns det också olika typer av lån, såsom investeringskredit för företagets investeringsbehov i materiella tillgångar, rörelsekredit för ett företags akuta likviditetsbehov samt checkkredit för ett kortsiktigt likviditetsbehov. Nackdelar med banklån kan vara dess kostnader som läggs på återbetalningen i form av räntor och expeditionsavgifter. (www.nutek.se)

3.2.3 Externt riskkapital

Mindre företag finansierar sig ofta genom sina egna vinster eller eventuella tillskott från grundarna, dess familjer och vänner medan stora företag finner finansiering genom aktiemarknaden. Mellan dessa företag finns ett stort gap av företag som inte kan använda sig av någon av ovanstående metoder, denna täcks av private equity-företag eller riskkapitalister av olika slag. (Arnold, 2008) Private equity definieras som de riskkapitalinvesteringar som görs i onoterade företag med ett aktivt men tidsbegränsat ägarengagemang. Investeringar görs i företag med god tillväxtpotential och förutom kapital kan tillskottet innefatta kompetens, nätverk, ägarstyrning och kredibilitet. Venture capital är det private equity som investeras i små- och medelstora tillväxtbolag som befinner sig i tidiga skeden med ofta negativa eller mycket svaga kassaflöden. Dessa investeringar är förknippade väldigt stor risk och de som investerar sätter ofta upp så kallade exit datum, då de räknar med att gå ur investeringen antingen via försäljning till ett annat företag eller via en börsnotering. (www.svca.se)

3.4 Nyemissioner

Det finns flera olika sätt för företag att få in nytt kapital och öka aktiekapitalet i sin verksamhet, ett sätt är genom en emission där företaget ger ut nya aktier. Det finns flera olika typer av emissioner:

- Kontantemission
- Apportemission
- Fondemission
- Nyemission vid nyintroduktion

Den vanligast förekommande metoden är att aktieägare tillför nytt eget kapital och på så vis ökar aktiekapitalet, en så kallad kontantemission. Företaget som genomför emissionen kan vid en kontantemission välja om den skall erbjudas till existerande aktieägare, i en så kallad företrädesemission, där de har rätt att teckna aktier i proportion till sitt tidigare innehav eller i en så kallad riktad emission. I det senare alternativet riktas erbjudandet till speciellt utvalda investerare, till en del befintliga aktieägare eller till allmänheten. (Andrén et al, 2003)

Vid en apportemission betalas de nytgivna aktierna mot egendom som överlåts till företaget som gör emissionen. Några exempel på betalningsmedel som förekommer vid denna typ av emission är t ex fastigheter, maskiner eller ett annat företags aktier. Vid denna typ av emissioner riktas oftast erbjudandet till speciellt utvalda investerare och därmed har befintliga aktieägare ingen företrädesrätt. (Håkansson et al, 2005)

En fondemission skiljer sig från de emissioner som beskrivits ovan då den inte genererar vare sig likvida medel eller andra tillgångar till företaget, istället får aktieägarna fler aktier i proportion till deras befintliga innehav. Värdet på respektive ägares innehav är dock oförändrat då aktiernas värde per styck minskar. Aktiekapitalet ökas genom en förändring i bokföringen till exempel genom en överföring av annat bokfört eget kapital eller genom en uppskrivning tillgångarna. Företag som gör en fondemission indikerar en stark tilltro på framtiden. (Arnold, 2008)

Vid en nyintroduktion ansöker företaget om en börsnotering eller att ta upp aktien till handel på en oreglerad marknadsplats. I samband med detta är det vanligt att företaget väljer att antingen låta befintliga aktieägare erbjuda allmänheten att förvärva aktier eller att ge ut nya aktier genom en nyemission. (Finansinspektionen 2007)

3.4.1 Motiv till nyemission

Motiven till varför företag väljer att göra en nyemission är individuellt från fall till fall, men har sin grund i företagets finansieringspolitik. Vid observationer har några vanliga anledningar varit följande: (Andrén et al, 2003)

- Kapital krävs för att öka lönsamheten vid till exempel
 - förvärv av andra företag
 - utökad forskning och utveckling
 - etablering av verksamhet på nya marknader
- En ökning av de likvida medlen krävs för företagets överlevnad
- En ökning av aktiekapitalet krävs för att uppfylla kraven vid börsintroduktion

- En spridning av aktierna är nödvändig för att uppfylla kraven vid börsintroduktion
- Företaget önskar en mer stabil finansiell ställning genom en ökning av det egna kapitalet

3.4.2 Process vid nyemission

Vid genomförandet av en nyemission anlitar vanligtvis företaget någon form värdepappersinstitut, så som bank eller fondkommissionär för att hantera administrationen kring transaktionen. Värdepappersinstitutet engageras även ofta som rådgivare och samordnare vilket innebär ännu större delaktighet i transaktionens olika delar. I vissa fall väljer företaget, som genomför nyemissionen, att till stor del själv samordna transaktionen och endast anlita expertis där nödvändig kunskap eller kapacitet saknas. Exempel på aktiviteter som ett medverkande emissionsinstitut kan tänkas ansvara för är att genomföra en due diligence, ta fram analysmaterial, skriva prospekt, marknadsföra erbjudandet, hantering av anmälningssedlar och betalning, ge förslag på tilldelning et cetera. Normalt sätt hanteras detta av emissionsinstitutets corporate finance-avdelning men även mäklar- och analysavdelningarna är delaktiga såväl som externa parter som jurister och revisorer för legal och finansiell granskning, tryckeri i samband med framtagandet av prospektet, Finansinspektionen som godkänner prospektet (om sådant krav finns) och marknadsplatsen om notering eller annan organiserad handel med aktien är aktuell. (Finansinspektionen, 2007)

Vid emissioner där ett emissionsinstitut anlitas och ett av Finansinspektionen godkänt prospekt upprättas finns det ett antal regler och rutiner för att hantera de olika aktörernas intressen och göra erbjudandena så enhetliga som möjligt. Processen kan delas in i faserna: Projektstart, Projekt fas, Publik fas och Eftermarknad. Nedan följer en förenklad och generell beskrivning av den faktiska arbetsprocessen inför en publik emission. (Finansinspektionen, 2007)



Projektstartens första steg är en upphandling där flera värdepappersinstitut kontaktas för att komma med förslag på hur emissionen skulle kunna utföras. Här krävs det ofta en diskret hantering med sekretessförbindelser så att ingen inofficiell information läcker ut. Valet vilket värdepappersinstitut som får uppdraget baseras ofta på en tidigare etablerad relation via tidigare uppdrag, kontakter via huvudägarna eller en bankrelation. Det andra steget är att identifiera och hantera eventuella intressekonflikter som transaktionen kan medföra. En kontroll görs om värdepappersinstitutets egna intressen, andra uppdrag som institutet har, andra kunder eller företagens historik och ägarstruktur kan orsaka problem i samband med transaktionen. Det tredje och sista steget är när ett värdepappersinstitut valts ut och accepterat uppdraget, då tecknar parterna ett uppdragsavtal där villkoren för institutets medverkan beskrivs. Ersättningsstrukturen varierar beroende på transaktionens storlek och karaktär, normalt är det en rörlig del beroende av teckningsgraden tillsammans med en fast ersättning. (Finansinspektionen, 2007)

Projektfasen inleds med att värdepappersinstitutet måste ta ställning till en del praktiska frågor så som när och på vilket sätt emissionen ska ske, samtidigt som ett värde på företaget måste sättas. När det gäller onoterade företag finns det ingen aktiekurs som vägledning utan det krävs en grundlig genomgång och belysning av företagens legala och ekonomiska förhållanden för att identifiera riskfaktorer som påverkar företagens värde. Vid en sådan genomgång, så kallad due diligence, granskas bland annat företagens ekonomiska redovisning, avtal, patent, licensvillkor, de ledande befattningshavarna samt styrelse. Vad som i slutändan avgör vilket pris emissionen genomförs till är till exempel en jämförelse med andra företag inom samma bransch eller en kassaflödes- eller substansvärdering. (Finansinspektionen, 2007)

Om företaget avser att notera sig på en reglerad marknadsplats eller ta upp aktien till handel på en handelsplattform påbörjas även detta arbete under projektfasen. Vid en notering på en reglerad marknadsplats granskas informationen från företaget av oberoende børsrevisorer för att avlägga en rapport gällande företagens lämplighet för notering. Om företagens aktier tas upp till handel på någon av de mindre listorna är det vanligt att ett avtal tecknas med en likviditetsgarant för att minska risken för problem med för låg likviditet i aktien. Prospektskrivningen är en mycket stor del av arbetet i samband med emissionen, det är viktigt att informationen blir fullständig och korrekt för att investerarna skall kunna göra en underbyggd bedömning

av företaget. Vid större nyintroduktioner är det vanligt att ett analys underlag ges ut till analytiker som kan tänkas följa företaget i framtiden för att öka genomlysningen av företaget. (Finansinspektionen, 2007)

När prospektet är godkänt inleds marknadsföringen av emissionen som ett sista steg i projektfasen. Vanligt är att institutet tillsammans med företaget som genomför emissionen gör en så kallad roadshow, där ett antal möten på olika orter med viktiga investerare hålls i syfte att få med dem att investera. Viktigt här är att informationen som ges ut inte avviker från den som är offentliggjord i prospektet utan att alla investerare har tillgång till samma information. (Finansinspektionen, 2007)

Publika fasen inleds med att anmälningssperioden för erbjudandet startar och investerarna tar ställning till informationen och om de väljer att investera skickar in en teckningsanmälan. Hur förfarandet går till med hanteringen av teckningsanmälningarna skiljer sig från fall till fall men det skall alltid beskrivas i detalj i prospektet huruvida anmälningarna är bindande, hur många teckningssedlar respektive investerare får skicka in, eventuell book building et cetera. Book building är ett anbuds förfarande, som är vanligt förekommande vid större emissioner, där investerare har möjlighet att lägga bud inom ett visst prisintervall som sedan ligger till grund för den fastställda teckningskursen. (Finansinspektionen, 2007)

Efter att anmälningssperioden avslutats går värdepappersinstitutet tillsammans med företaget igenom anmälningarna som inkommit och tar fram en fördelning som överrensstämmer med eventuella önskemål gällande ägarbild. Det finns ingen lag som reglerar hur fördelningen sker, annat än om det rör sig om en företrädesemission där befintliga aktieägare har förtur till att teckna aktier i förhållande till de antal aktier de redan äger. (Aktiebolagslag (2005:551)) Det öppnar därmed upp för specialbehandling av utvalda investerare, så som kunder, leverantörer, anställda eller andra intressenter. Parallellt med tilldelningen av de nya aktierna brukar utfallet av emissionen offentliggöras, vanligtvis anges detta med en procentuell teckningsgrad. När investeraren fått besked om tilldelning levereras aktierna ut efter det att betalningen är mottagen.

Vid företrädesemissioner får befintliga aktieägare ut teckningsrätter som sedan omvandlas till aktier, en så kalla BTA (Betald Tecknad Aktie). Vanligtvis arrangeras det handel med BTA fram till dess att de ersätts med normala aktier, på så vis kan investerarna öka eller minska sin

slutgiltiga tilldelning av aktier. För att säkerställa att hela emissionen blir tecknad, så att företaget får det kapital som de efterfrågar gäller det att presentera investeringen på ett övertygande sätt. Ett sådant sätt är att sätta är att erbjuda aktierna till ett lägre pris än vad marknaden anser eller att säkerställa att emissionen delvis eller helt fulltecknas med hjälp av en garant. Förekomsten av en garant kommunicerar att det finns en investerare som är beredd att satsa på verksamheten oavsett vad övriga marknaden anser, vilket är ett betydande inslag vid marknadsföringen av emissionen. Garanter fungerar antingen så att befintliga aktieägare förbinder sig att teckna sin andel i emissionen alternativt att befintliga aktieägare eller utomstående aktörer förbinder sig att mot ersättning teckna en viss andel av emissionen om den inte blir fulltecknad. Fullständiga villkor för garantens åtagande bör presenteras tydligt i prospektet. (Finansinspektionen, 2007)

Den sista fasen är eftermarknad, som vid nyintroduktioner inleds med kursstabiliserande åtgärder från värdepappersinstitutet under de första handelsdagarna. Det kan ske på flera sätt med syfte att motverka eventuella negativa förändringar i marknaden eller onormala beteenden hos kortsiktiga investerare, viktigt är dock att institutet håller sig inom ramen för lagen om marknadsmissbruk. För att säkerställa att befintliga ägare har långsiktiga avsikter med sitt engagemang i företaget är det vanligt att värdepappersinstitutet tecknar ett så kallat lock-up avtal. Ett sådant avtal hindrar ägarna att avyttra sina aktier inom en bestämd tidsram, ofta sex eller tolv månader. (Finansinspektionen, 2007)

3.4.3 Garantens roll

Det har blivit alltmer vanligt för mindre företag att anlita en garant i samband med nyemissionen för att säkerställa att den blir fulltecknad samt signalera att det finns investerare som tror på företagets verksamhet. Garanten åtar sig att köpa hela eller delar av de aktier som inte tecknas av övriga investerare så att företaget får in den önskade likviden. Det finns två olika typer av avtal, teckningsförbindelse och garantiförbindelse. En teckningsförbindelse anses vara mindre riskfylld då det är en befintlig aktieägare, oftast större sådan, som förpliktigar sig till att teckna sin andel av de nyemitterade aktierna vilket kan ske såväl mot ersättning så väl som utan. (Finansinspektionen, 2007) Vid en garantiförbindelse tecknas ett avtal med ett företag, en privatperson eller en annan extern part som inte

nödvändigtvis äger aktier i företaget innan nyemissionen. Även om nyemissionen inte blir fulltecknad får garanten en på förhand avtalad ersättning i form av kontanter, aktier eller optioner. Hur stor ersättningen är för garanterna varierar, men desto mindre företag (ofta med dålig likviditet i aktien), desto större ersättning. (www.affarsvarlden.se)

3.4.4 Informationshandlingar vid nyemissioner

Normalt sätt ska alla företag som riktar ett erbjudande till allmänheten att teckna aktier eller förvärva aktier upprätta ett så kallat prospekt, det är en informationshandling som granskas och godkänns av Finansinspektionen. Det finns fall då prospektskyldighet inte föreligger, vid så kallade oreglerade erbjudanden, vanligast är ändå att det emitterande företaget upprättar en form skriftlig informationshandling, ett Informations- eller Investeringsmemorandum. Informationen i ett prospekt och memorandum kan skilja sig från varandra då ett memorandum inte granskas eller godkänns av Finansinspektionen, detta kan innebära en större risk för investeraren då viktig information kan utelämnas. (www.fi.se) Den 1 januari 2006 ändrades lagen om handel med finansiella instrument, de är nu mer omfattande och ställer högre krav på prospektets innehåll och formalia. För att underlätta kapitalanskaffningar för mindre företag höjdes gränsen för prospektskyldighet från 300 000 kronor till 1 miljon euro, vilket innebär att en del erbjudanden som tidigare granskats av Finansinspektionen nu tillåts utan reglering och tillsyn. (Finansinspektionen, 2006)

3.4.4.1 Prospekt

Prospektet är en skriftlig informationshandling som granskas och godkänns av Finansinspektionen enligt ett gemensamt regelverk inom EU. Informationen som lämnas skall vara utformad så att den är enkel att förstå och analysera samt innehålla alla uppgifter om företagets finansiella ställning och det finansiella instrumentets egenskaper. Information om företagets tillgångar och skulder, finansiella ställning, resultat och framtidsutsikter ämnar till att underlätta investerarens bedömning av avkastningsmöjlighet och risk förknippat med investeringen. Samtliga prospekt registreras och återfinns i en samlad lista med offentliggjorda prospekt som tillhandahålls av Finansinspektionen. För att få en enhetlig utformning regleras innehållskraven enligt EU:s prospektförordning. Beroende på vad för typ av företag som genomför emissionen samt vilken typ av värdepapper

emissionen omfattar finns det olika bilagor med mallar för vilken information prospektet skall innehålla och i vilken ordning den skall komma. Generellt byggs prospektet upp enligt följande: (Finansinspektionen 2006)

- Innehållsförteckning
- Sammanfattning
- Riskfaktorer
- Övriga uppgifter enligt bilagorna

För att prospektet skall få godkännande krävs det att det är fullständigt, sammanhängande, begripligt och uppfyller de krav som regleras i lagen om handel med finansiella instrument och prospektförordningen. (Finansinspektionen 2008)

3.4.4.2 Memorandum

I de fall då en emission sker utan prospektskyldighet hör det till vanligheterna att företaget som genomför emissionen upprättar en skriftlig informationshandling, ett Investerinsmemorandum. Det finns idag inget tillsynsansvar för sådana handlingar och är inte heller reglerade vilket gör att de kan ha i princip vilken utformning som helst. Vanligtvis följer memorandumerna dock den grundstruktur som förekommer i de av Finansinspektionen godkända prospekt. En utförlig beskrivning av investeringens risk är ett obligatoriskt inslag i prospekt där till exempel företagsspecifika risker beroende på branschtillhörighet och utvecklingsfas tas upp. Riskavsnittets omfattning kan variera i de icke godkända memorandumerna, vilket gör det svårare för investeraren att tillgodoräkna sig grundläggande information för investeringen. Andra punkter som är viktiga att granska i ett memorandum är: (www.fi.se)

- Resultatprognosen – vad grundas den på? Utförlig motivering och beskrivning?
- Historisk finansiell information – lång historik? Utförligt nog? Revisionsberättelse?
- Vem står bakom erbjudandet? Kontaktuppgifter? Företagsledning? Styrelse?

- Motiv till emissionen – Förvärv? Expansion? Ansträngda finanser? Säljer ägarna ut?
- Framtida kapitalbehov – Klarar sig företaget utan fullteckning? På lång sikt?
- Företagets informationsgivning – Löpande info om verksamheten? Delårsrapporter?
- Bolagsordningen – Finns den bifogad? Olika aktieslag? Hembudsregler?

3.3 Anslutning till handelsplats för aktier

Det råder delade meningar om när och om företag ska listas på en marknadsplats för handel med företagets aktier. En välskött marknadsplats kan liknas med en rättvis spelplan, där alla aktörer agerar på samma tillgång till information och där regler begränsar missbruk och bedrägerier. Ett stort antal aktörer bidrar till en, i de flesta fall, effektiv prissättning av aktier och en god likviditet vilket möjliggör för investerare att köpa och sälja när de önskar. Vid en anslutning till handelsplats åtar sig företaget en mängd nya regler och ett stort ansvar men öppnar samtidigt upp för en rad nya möjligheter. En väl fungerande börs bidrar bland annat till att: (Arnold, 2008)

- Företaget får lättare att finna finansiering och växa, då investerarna är medvetna om att de snabbt och lätt kan sälja sina andelar till en rimlig kostnad
- Aktieägarna erbjuds en snabb och billig sekundärmarknad där deras investeringars värde är känt och kontinuerlig informationsgivning och transparens krävs.
- Företagets status och publicitet får ett uppsving då banker och andra finansiella institut ofta har en större tilltro till noterade företag och lånar således hellre ut pengar till dessa. Den dagliga verksamheten drar ofta nytta av den positiva image en notering ger hos kunder, leverantörer och anställda.
- Företagets möjligheter att genomföra sammanslagningar eller uppköp underlättas då det går att erbjuda aktier som betalning eftersom företagets aktier har ett värde fastställt av marknaden.

Några av nackdelarna för företag som väljer att börsnoteras är: (Isaksson, 1997)

- Företaget drabbas av höga kostnader i form av anslutnings- och uppehållskostnader till marknadsplatsen samt rörande informationsgivning.
- Konkurrenter får en ökad insyn i företagets verksamhet.
- Kan medföra att kortsiktiga vinstmål premieras istället för långsiktig stabilitet.
- En ökad kontroll från ägarna resulterar i mindre frihet för ledningen.
- Entreprenörens tappar sitt inflytande och eventuella förmåner.

4 Teori och tidigare forskning

Då det saknas några direkta modeller som går att applicera på vår frågeställning om onoterade företag kommer vi nedan att redogöra för begrepp och forskning som berör ämnesområdet utifrån noterade företag.

4.1 Kapitalstruktur

Kapitalstrukturen i ett företag är sammansättningen av den passiva sidan i balansräkningen som visar hur företaget finansierar sin verksamhet. Som beskrivits tidigare finns det flera olika finansieringsalternativ som egen finansiering, lån eller externt riskkapital.

Det finns många teorier om ett företags val av kapitalstruktur nedan följer en överskådlig beskrivning av ett par av dem.

4.1.1 Modigliani och Millers teorier

De mest namnkunniga forskarna inom företags kapitalstruktur är Modigliani och Miller vars teorier delas upp i proposition 1 och 2, utan skatter. De publicerades 1958 och bygger bland annat på antaganden som att inga skatter eller transaktionskostnader finns, att privatpersoner och företag lånar till samma ränta och att all information är symmetrisk.

Proposition nr 1 menar då att skuldfinansierade företag har samma värde som företag finansierade uteslutande med eget kapital och att kapitalstrukturen inte har någon betydelse för företagets aktieägare. En aktieägare i ett för högt värderat och skuldsatt företag, kan låna pengar för att investera i ett företag som inte är skuldsatt och på så vis kopiera skuldsättningens effekt på egen hand, detta brukar kallas homemade leverage.

Proposition nr 2 säger att även om kapitalstrukturens sammansättning inte förändrar företagets totala värde påverkas företagets avkastningskrav på eget kapital. En hög skuldsättningsgrad innebär en högre risk i företaget vilket aktieägarna vill kompenseras för. Några år efter deras första teori presenterades, publicerades en ny artikel där Modigliani och Miller tog hänsyn till skatters inverkan på ovanstående teorier vilket medförde att proposition 1 förändrades men proposition 2 förblev oförändrad. Kontentan blir att värdet på ett belånat företag är högre än på ett företag finansierat med eget kapital eftersom räntekostnaderna är avdragsgilla och skapar på så vis en i värde ökande skattesköld. (Modigliani; Miller, 1958)

4.1.2 The Trade-Off model

The Trade-Off model menar att valet mellan de olika finansieringsformerna bygger på en bedömning av de för- och nackdelar som karakteriserar de olika alternativen. För företag som väljer att ta lån innebär det en skattefördel då en skattesköld bildas eftersom räntebetalningar är avdragsgilla. Viktigt att beakta vid ett lån är att den finansiella risken ökar i takt med en ökad belåning då räntebetalningar måste betalas och om inte kan långivaren som sista utväg försätta företaget i konkurs. Risken för att ett företag kan gå in konkurs brukar översättas i kostnader för finansiell stress, som i sin tur

delas upp i direkta och indirekta kostnader. De direkta kostnaderna uppkommer i form av administrativa och legala kostnader medan de indirekta kostnaderna försvårar för företagets dagliga verksamhet.

Ett företag som har problem i form av finansiell stress får lätt en försämrad trovärdighet bland kunder, leverantörer och andra kreditgivare vilket kan resultera i sämre kreditvillkor. En ökad risk för konkurs kan också resultera i så kallade agentkostnader där långgivare och aktieägare har skilda intressen under dessa omständigheter eftersom vid en eventuell konkurs tillgodoses långgivarna innan aktieägarna. (Fama; French, 2002)

Vid finansiering med hjälp av externt riskkapital vid en nyemission förekommer det inte några obligatoriska utbetalningar från företaget på samma sätt som räntebetalningar vid lån. Det kassaflöde som kan komma att lämna företaget vid denna finansieringsform är utdelning till aktieägarna, de är dock inte obligatoriska och kan inte krävas av aktieägarna, vilket gör finansieringsformen mindre riskfylld. Värt att notera är att det inte förekommer någon skattefordel eftersom eventuella utdelningar betalas ut av resultatet efter skatt. För det individuella företaget gäller det att hitta den mest lönsamma skuldsättningsgraden. (Fama; French, 2002)

4.1.3 The Pecking Order Hypothesis

The Pecking Order Hypothesis ser annorlunda på företagens val av finansieringskälla och menar att företag följer samma mönster. Företag vill i så stor utsträckning som möjligt använda sig av egen finansiering tills det är förbrukat, därefter att ta lån och som sista utväg ta in externt kapital i form av nyemission. Anledningen till detta är att det är betydligt dyrare och osäkrare för företaget, med de transaktionskostnader som tillkommer vid en nyemission och de räntor som tillkommer vid lån, än att använda sig av egen finansiering. Teorin menar också att en nyemission sänder ut negativa signaler till aktiemarknaden medan en hög skuldsättning signalerar optimism. Det är således företagets vinst som avgör hur stor belåningsgrad ett företag behöver ha och således vilken finansieringsform som används. (Fama; French, 2002)

4.2.4 Kapitalstruktur företagets livscykel

Det är vanligt att ett företags risk delas upp i två komponenter, affärsrisk och finansiell risk, när studier gjorts gällande kapitalstrukturen under företagets livscykel. Affärsrisken är kopplad till den bransch som företaget verkar i, konkurrens, osäker efterfrågan och andra okända risker. Affärsrisken är särskilt stor under företagets lanserings- och tillväxtsfas, då det är osäkert om företagets affärsidé eller produkt kommer få den genomslagskraft som önskas. Den finansiella risken baseras på hur mycket lån företaget har, med stora lån ökar risken att företaget inte kan betala räntor eller amortera. (Andrén et al, 2003)

Under företagets lanserings- och tillväxtsfas karakteriseras verksamheten ofta låga intäkter från försäljning samtidigt som det finns höga kostnader för forskning och utveckling, löner och marknadsföring. Eftersom de framtida kassaflödena ofta är osäkra i denna fas är det viktigt att hålla den finansiella risken nere då affärsrisken redan är hög. Finansieringen bör istället utgöras av externt riskkapital som tas in i samband med nyemissioner från riskvilliga investerare. (Andrén et al, 2003)

Under mognadsfasen bör företagets produkter ha nått erkännande på marknaden, framtida kassaflöden är då lättare att bedöma och affärsrisken är troligtvis lägre. Med positiva kassaflöden bör en högre finansiell risk tillåtas i form av lån för att åstadkomma en finansiell hävstång och förränta kapitalet med en god överavkastning. Genom en ökad lånefinansiering öppnas det upp en rad skattefördelar för företaget som är bra att utnyttja. I nedgångsfasen gynnas befintliga aktieägare av en större del lånefinansiering men det kan dock vara svårt för ett företag i nedgång att få attraktiva lånevillkor. (Andrén et al, 2003)

4.2 Underprissättning

Vid en nyemission eller nyintroduktion är ett av de viktigaste och svåraste besluten att sätta teckningskursen på de aktier som bjuds ut. Det finns alltid en risk att priset blir antingen för högt eller för lågt, i båda fallen kan resultatet skada företaget. Skulle teckningskursen sättas för högt finns det en risk att erbjudandet inte fulltecknas och dras tillbaka, vilket skulle resultera i dålig publicitet till såväl företaget och det eventuella emissionsinstitut som marknadsför erbjudandet. Skulle priset istället sättas för lågt finns det en överhängande risk att befintliga

aktieägare reagerar och menar att aktien säljs ut till ett pris som inte motsvarar marknadsvärdet. (Ross et al, 2002)

Det har bedrivits mycket forskning rörande den underprissättning av nyintroducerade aktier som har visat sig förekomma på aktiemarknader i stora delar av världen. Nedan visas formeln för underprissättning:

$$\text{Underprissättning} = \frac{\text{Slutkurs 1a handelsdagen} - \text{Teckningskurs}}{\text{Teckningskurs}}$$

Det är med andra ord den initiala avkastning som en investerare upplever när priset på aktien stiger från teckningskursen till slutkursen dag ett. Vid empiriska studier har det visat sig att avkastningen första handelsdagen är väldigt hög på flertalet marknader, som exempelvis USA 15,8 procent, Japan 24 procent och Sverige 34,1 procent. (Ritter, 1998) Ett par av de teorier som försökt förklara varför underprissättning förekommer presenteras nedan.

4.2.1 Winners curse

Winners curse, eller vinnarens förbannelse, presenterades 1986 av Kevin Rock och har blivit en av de mest använda teorierna för att förklara varför underprissättning förekommer vid nyintroduktioner och nyemissioner. Teorin förutsätter att det finns ett i förhand bestämt antal aktier som bjuds ut och två olika typer av investerare, de med perfekt information och de helt utan information om aktiens framtida pris. Denna informationsasymmetri kommer att drabba de som är sämst informerade eftersom de som har perfekt information endast kommer att investera om aktien är underprissatt medan de som är oinformerade deltar i ett såväl överprissatt och underprissatt erbjudande.

Resultatet blir att vid underprissättning kommer den oinformerade investeraren få en relativt liten tilldelning och vid överprissättning en större tilldelning eftersom den informerade investeraren väljer att inte investera. Vinnarens förbannelse inträffar när den får tecknat sin fulla andel på grund av att den informerade investeraren inte är intresserad eftersom erbjudandet inte är underprissatt. Detta är de oinformerade investerarna medvetna om och kräver således kompensation i form av att erbjudandena skall vara underprissatta för de skall våga teckna

några aktier, med andra ord kräver samtliga investerare en underprissättning för att teckna aktier vid en nyemission. (Rock 1986)

4.2.2 The Investment bank's monopsony power hypothesis

Hypotesen belyser den informationsasymmetri som är vanligtvis uppstår mellan företaget och det eventuella emissionsinstitut som hanterar erbjudandet. Institutet har ofta en betydligt större kunskap och erfarenhet om den finansiella marknaden samt om investerares beteende, vilket kan utnyttjas för att underprissätta erbjudandet. Desto lägre teckningskurs desto lättare och mindre arbete är det för emissionsinstitutet att få investerare att teckna aktier och eventuellt skapa en överteckning. På samma vis som en icke fulltecknad emission missgynnar företaget och emissionsinstitutet ger en övertecknad emission väldigt god publicitet samtidigt som emissionsinstitutet kan erbjuda sina kunder aktier till ett förmånligt pris. Företaget missgynnas till den grad att de säljer ut sina aktier till ett för lågt pris vilket även kan uppröra tidigare aktieägare. Det som talar mot hypotesen är att vid eventuella emissioner eller nyintroduktioner i emissionsinstitut följer de samma mönster och ger motsvarande rabatt som andra liknande företag. (Baron, 1982)

4.3 Signaleffekten vid nyemission

Det har bedrivits mycket forskning rörande signaleffekten vid nyemission, med andra ord hur aktiemarknaden reagerar när ett företag annonserar att de kommer genomföra en nyemission. Företaget som genomför en nyemission står inför två stora förändringar: (Masulis; Korwar, 1986)

- Företagets skuldsättningsgrad minskas eftersom det egna kapitalet ökar i samband med att nytt kapital tillförs.
- Det tillförda kapitalet möjliggör en finansiering av kapitalutgifter.

Värt att notera är att en nyemission kan innebära viktiga förändringar i ägarstrukturen vilket kan ha en påverkan på aktiekursen. Marknadens första reaktion har vid studier visat sig vara negativ men det finns inget generellt svar på hur aktiekursen påverkas vid annonsering av

nyemission. Nedan beskriver vi några av de teorier och tidigare forskning som behandlar frågan.

4.3.1 Asymmetrisk information

Flertalet forskare anser att företagsledningen har ett ständigt informationsövertag gällande företagets framtida investeringsmöjligheter och förväntade vinst, och att nyemissioner påvisar just detta. Myers och Majluf (1984) har genomfört en av de mest kända studierna inom området där de undersöker hur denna informationsasymmetri påverkar ett företags nyemissionsbeslut. Deras teori säger att företagsledningen endast väljer att genomföra en nyemission när de anser att företaget är övervärderat och istället väljer att öka belåningsgraden när de anser att företaget är undervärderat. När ett beslut om nyemission tillkännages tänker då den rationella investeraren att ledningen, med sitt informationsövertag, anser att företaget är övervärderat vilket resulterar i en sjunkande aktiekurs. Det spelar ingen roll till vad pengarna som tas in vid nyemissionen skall användas till, oavsett hur lönsam investeringen må vara, så är investerarna rädda att företagsledningen använder sitt informationsövertag till befintliga aktieägares fördel på bekostnad av de nya aktieägarna.

Miller och Rock (1984) antar i sin teori att det råder asymmetrisk information angående ett företags interna kassaflöde medan det råder symmetrisk information om den planerade investeringsverksamheten. Beskedet om ny finansiering i form av nyemission signalerar då att företagsledningen anser att den befintliga finansiella styrkan inte är tillräcklig för de planerade investeringarna. Teorin säger att det inte spelar någon roll om ny finansiering sker genom nyemission eller genom lån, men den rationella investeraren tolkar beslutet om nyemission som att företagsledningen har nya förväntningar om det framtida kassaflödet och inte vågar ta nya lån. Beskedet om ny finansiering mottas negativt där kapitalbehovets storlek står i direkt relation till marknadens reaktion.

4.3.2 Förändring av ägarstrukturen

Vid nyemissioner är det intressant att titta på om befintliga ägare tecknar sin andel, extra intressant är det om företagsledningens ägande förändras anser Leland och Pyle som 1977 presenterade sin

teori. Den säger att förändringar i företagsledningens ägande återspeglas i företagets totala värde. (Leland; Pyle, 1977)

Eftersom investerare i regel antar att ledningen vet mer om företagets hälsa och framtida kassaflöden än vad de själva gör utgår de ifrån att ledningen behåller sitt ägande så länge de tror att kassaflödet framöver kommer vara stort i förhållande till nuvärdet. Eftersom ledningens ägande i regel minskar i och med den utspädningseffekt som sker i samband med nyemissionen är det därför naturligt att det blir en negativ reaktion på marknaden. (Masulis; Korwar, 1986)

Leland och Pyles teori stärktes när Masulis och Korwar genomförde en omfattande studie i ämnet och fann bevis för att aktiepriset faller i proportion till lednings ägarförändring vid besked om nyemission. Det går även att dra paralleller till agentteorimodellen som Jensen och Meckling presenterade 1976. De menar att risken för konflikt mellan företagsledning och aktieägare, som båda vill maximera sin egen nytta, är mindre om ledningens procentuella ägande är stort. Således ökar risken för en sådan konflikt vid en nyemission och då påverkar aktiepriset negativt förutsatt att ledningen inte tecknar i emissionen.

4.3.3 Positiva signaler

Även om ovanstående reaktioner vid besked om nyemission till stor del varit negativa finns det forskare som hittat tecken på positiva reaktioner i samband med nyemissioner. Trueman (1986) menar att när ett företag förväntas öka kapitalanvändningen är det en signal om att lönsamma investeringar är att vänta framöver. Marknaden tolkar då de kommande lönsamma investeringarna som positiva vilket medför att aktiepriset stiger.

Viswanath (1983) är en annan forskare som inte anser att nyemissioner alltid tolkas som dåliga nyheter, tvärtom gäller det för företagen att övertyga investerarna om anledningen till nyemissionen och dess lönsamma investeringar som den avses finansiera. Viswanath menar vidare att det borde vara mer vanligt med positiva reaktioner vid besked om nyemission vid en uppåtgående trend på börsen än om nyemissionen genomförs i en nedgångsfas. Vid en högkonjunktur är räntorna ofta på väg neråt vilket ger högre nuvärden av framtida investeringar, vilket borde göra det mer gynnsamt för företag att genomföra en nyemission i en uppgångsfas. I teorin presenteras även argument sägande att högt värderade företag har lättare att få en

positiv reaktion vid beskedet om nyemission eftersom de borde ha fler investeringsmöjligheter. Nyckeltal så som p/e-tal borde stå i en positiv korrelation till marknadens reaktion menar Viswanath.

4.4 Hypotes

När vi ska analysera utfallen av de utvalda nyemissionerna kommer vi jämföra en rad faktorer som vi på förhand tror vara avgörande för en framgångsrik nyemission. Vi tror bland annat att:

- en nyemission som görs för att expandera befintlig välfungerande verksamhet har bättre förutsättningar att bli framgångsrik än en nyemission som görs av ett förlusttyngt företag som är i akut behov av pengar för att överleva.
- om en stor och välkänd aktör, som bank eller emissionsinstitut, står bakom nyemissionen, har den större möjligheter att bli framgångsrik än om företaget genomför nyemissionen på egen hand.
- konjunkturläget kan påverka företagets möjlighet att få in kapital vid en nyemission.
- om någon garanterar nyemissionen delvis eller fullt ut finns det större möjligheter att lyckas med en framgångsrik nyemission.
- en uttalad ambition att ansluta företagets aktie till någon form av marknadsplats där en organiserad aktiehandel kan äga rum ger bättre förutsättningar för en framgångsrik nyemission.
- det faktum att informationsmaterialet är ett godkänt prospekt bidrar till att investerare blir mer intresserade och investeringsvilliga än om det endast är ett memorandum.
- en befintlig verksamhet som genererar intäkter har en större möjlighet att få in kapital än ett företag som baseras på en framtida vision.

Vi kommer i analysen undersöka om vår hypotes stämmer, om inte hoppas vi få svar på övriga faktorer som kan ha stor betydelse för att lyckas med framgångsrik nyemission.

5 Empiri

I empirin ämnar vi att redovisa all insamlad och sammanfattad data som vi sedan kommer att basera analysen på. Vi kommer även att redogöra för de resultat vi uppnått med regressionsanalysen. Kompletterande uppgifter angående empirin finns i Appendix 1-8.

I empirin presenterar vi de data vi funnit efter att ha undersökt 36 företag som genomfört nyemissioner under åren 2006 till 2009. Då vi försökt finna faktorer som påverkar utgången av nyemissionen kommer vi att presentera empirin genom att gå igenom faktor för faktor och därefter gå över till resultatet från den multipla regressionsanalysen. Som vi nämnt tidigare i uppsatsen har vi i regressionsanalysen fokuserat på ett antal variabler (faktorer) som vi tror är påverkande faktorer till den bestämmande teckningsgraden. I denna presentation av data

kommer vi även att inkludera en del av de faktorer som behandlas upp i regressionsanalysen, men som vi ändå anser kan ha påverkan på nyemissionens resultat. Presentationen agerar som en överblick av den informationen man kan läsa om i matriserna. Samtliga matriser över insamlad information bifogas Appendix 4-8 och visar all data vi baserat uppsatsen på.

Samtliga uträkningar i regressionsanalysen samt de data den baseras på går att finna i appendix 1-3.

5.1 Regressionsanalysen

Vi genomförde en grundläggande regressionsanalys med 8 variabler och kommer här att tolka den data vi fått fram. Tabellen nedan visar våra 8 utvalda variabler samt deras 4 värden som vi ska titta närmare på.

Tabell 5.1 Multipla regressionsanalysen

Variabel	Koefficient	Standardfel	t-kvot	p-värde
Emissionsbelopp/EK	-0.003259	0.002256	-1.444873	0.1614
Barometer	1.324908	0.426766	3.104533	0.0048
Garant	0.334094	0.157411	2.122438	0.0443
Anslutning - Nej	-0.643476	0.440275	-1.461531	0.1568
Anslutning - Framtid	-0.589098	0.445034	-1.323715	0.1981
Anslutning - Upptagen	-0.492286	0.480160	-1.025255	0.3155
ROE	0.003386	0.012567	0.269443	0.7899

Informationshandling	-0.116610	0.110346	-1.056772	0.3011
<i>R-squared</i>	0.534198			

Koefficient – I den första stapeln finner vi Koefficienten vilket är det skattade värdet av β som programmet har räknat ut genom den ekvation som går att finna i metodkapitlet. Ju närmre 0 värdet i koefficienten är, desto mindre påverkas Y av variabeln. (Blom et al, 2005)

Standardfel – Standardfelen visar medelfelet i koefficienterna, det vill säga den genomsnittliga volatilitet som ger en avvikelse från β (Blom et al, 2005).

T-kvot – T-kvoten ger oss det tal som vi med hjälp av t-tabellen får reda på ifall vi genom signifikanstestet kan förkasta nollhypotesen. För att finna det värde som sökes i t-tabellen krävs det att frihetsgraderna samt signifikansnivån är kända. Då vi valt en signifikansnivå på 95 procent och frihetsgraderna är differensen mellan antalet observationer och antalet variabler, kan vi utläsa att t-kvoten borde nå upp till 2,06 för att räknas som signifikant i vår regressionsanalys. Skulle t-kvoten i variabeln överstiga värdet i tabellen (2,06) förkastas nollhypotesen. (Blom et al, 2005)

P-värde – I p-värdet kan vi utläsa hur stor chansen är att variabeln är noll vid uträkning av ekvationen i regressionsanalysen. P-värdet uträknas i procent vilket betyder att ju högre talet är desto större procentsats talar för att variabeln skulle kunna vara noll. (Blom et al, 2005)

R-squared – R-squared påvisar hur stor relevans det är mellan samtliga variabler i regressionen och har ett bästa värde på 1. Då vår ekvation visar ett R-squaredvärde på 0,5 betyder det att det inte är optimalt, men samtidigt av värde då det ändå visar att det finns en viss relevans mellan de olika variablerna. (Greene, 1997)

5.2 De bestämmande variablerna i regressionsanalysen

Här presenteras de variabler som är inkluderade i regressionsanalysen och därmed även den ekvation som går att finna i metodkapitlet.

Varje stycke avslutas med svaret på om variabeln i fråga, enligt regressionsresultatet är signifikant eller inte.

5.2.1 Emissionsbelopp/Eget kapital

Summorna av företagens emitterade belopp dividerat med det senast redovisade egna kapitalet ligger på nivåer mellan 0,09 till 136. Medelnivån ligger däremot runt 9,77 vilket betyder att en kvot på 136 snarare var ett undantag då medeltalet utan företaget som redovisade 136 blir 5,82. Dessa nivåer berättar hur stora nyemissionerna varit i förhållande till det egna kapitalet. Det går vid en översikt av matrisen i Appendix 7 inte att dra några slutsatser huruvida talet påverkat teckningen av nyemissionen.

Tabell 5.2 Regressionsresultat – Variabel: Emissionsbelopp/EK

Variabel	Koefficient	Standardfel	t-kvot	p-värde.
Emissionsbelopp/EK	-0.003259	0.002256	-1.444873	0.1614

En negativ koefficient betyder här att ju högre kvoten av det emitterade beloppet och företagets egna kapital är, desto lägre blir teckningsgraden. Variabeln har alltså en negativ inverkan på teckningsgraden. Detta betyder att ett företag med litet eget kapital som emitterar ett större belopp löper risken att få en lägre teckningsgrad i sin nyemission. Att standardfelet är lågt betyder att koefficienten inte varierar så mycket. Samtidigt måste det understrykas att då koefficienttalet är så nära noll skulle variabeln inte ha så stor påverkan på teckningsgraden. När vi däremot ser till värdet på t-kvoten ser vi att det inte når upp till signifikansnivån på 2,06 vilket betyder att variabeln inte heller är signifikant för analysen. P-värdet berättar att det är 16,14 procents chans att variabeln skulle summeras noll i den uträknade ekvationen.

Signifikant enligt T-tabell: Nej

5.2.2 Barometerindikator

Barometerindikatorn, som är ett mått som ger en bild över det aktuella konjunkturläget på månadsbasis, gav bilden av hur investerare påverkades av det allmänna klimatet inom den svenska ekonomin.

Med ett medelvärde på 100 och en standardavvikelse på 10 visar den att en nyemission gjord under ett sämre ekonomiskt klimat skulle ha ett värde under 100. Vid en blick på matrisen i Appendix 7 ser man att 11 procent av de nyemissioner som gjordes under en period med lägre barometervärde än 100 fulltecknades. Bland de nyemissioner som genomfördes under ätt bättre ekonomiskt klimat fulltecknades 68 procent av dessa.

Tabell 5.3 Regressionsresultat – Variabel: Barometer

Variabel	Koefficient	Standardfel	t-kvot	p-värde.
Barometer	1.324908	0.426766	3.104533	0.0048

Att barometern visar på en hög koefficient betyder att en ökning av variabeln har relativt stor en positiv verkan på teckningsgraden. Då vi vet att ett högre barometerindikatorantal pekar på ett bättre konjunkturläge kan vi se vi att en nyemission som genomförs när samhällsekonomin är god har större chans att få en hög teckningsgrad än annars. Standardfelet är emellertid relativt högt vilket tyder på att variabeln påverkar olika mycket vid olika situationer då den påvisar volatilitet. T-kvoten är betydligt högre än 2,06 som är signifikansnivån vilket betyder att signifikansen för variabeln i ekvationen är stor. P-värdet är väldigt lågt och chansen att variabeln skulle summeras noll är väldigt liten.

Signifikant enligt T-tabell: Ja

5.2.3 Garant

Att en nyemission är delvis garanterad betyder inte att den blir fulltecknad när erbjudandet går ut till investerarna. De nyemissioner som var garanterade till 100 procent blev naturligtvis fulltecknade, samtidigt som 60 procent av de nyemissioner som var delvis garanterade fulltecknades.

Tabell 5.4 Regressionsresultat – Variabel: Garant

Variabel	Koefficient	Standardfel	t-kvot	p-värde.
Garant	0.334094	0.157411	2.122438	0.0443

Av koefficienttalet förstår vi att en ökning av variabeln har en positiv inverkan på teckningsgraden. Med andra ord så påverkas teckningsgraden positivt av att nyemissionen är garanterad, och en ökning av den garanterade teckningen ger också en nyemission en större chans att bli fulltecknad. Standardfelet är inte så högt, men det finns ändå än viss volatilitet att ta hänsyn till. T-kvoten håller sig över signifikansgränsen på 2,06 och är därmed också signifikant för ekvationen. Det är enligt p-värdet 4,4 procents chans att variabeln skulle summeras till noll i ekvationen.

Signifikant enligt T-tabell: Ja

5.2.4 Anslutning

Variabeln, som i regressionsanalysen är uppdelad i tre dummyvariabler, visar om företagets framtidsplaner angående en notering påverkar teckningsgraden. Alternativen är att företaget antingen redan har en bekräftad upptagning för handel, att de planerar att göra det inom en snar framtid eller att de inte har några närmare planer för en sådan aktion. 18 av de totalt 36 företagen hade inga uttryckta planer om att noteras och av dessa nyemissioner fulltecknades 33 procent. Samtidigt fulltecknades 78 procent av de nyemissioner, vars aktie redan var bekräftad för upptagning för handel samt 67 procent av de nyemissioner vars aktie var planerad att noteras.

Tabell 5.5 Regressionsresultat – Variabel: Anslutning (3 Dummyvariabler)

Variabel	Koefficient	Standardfel	t-kvot	p-värde.
Anslutning - Nej	-0.643476	0.440275	-1.461531	0.1568
Anslutning - Framtid	-0.589098	0.445034	-1.323715	0.1981
Anslutning - Upptagen	-0.492286	0.480160	-1.025255	0.3155

De olika dummyvariablerna förhåller sig relativt lika till teckningsgraden, men de syns en stegvis stagnering av värdet. Samtliga koefficienter är negativa vilket betyder att ju högre variabeln blir (1a eller 0a) desto lägre blir teckningsgraden, vilket kan se underligt ut då ett företag alltid har en 1a i en av variablerna och nollor i de resterande två. Vad man får se till här är de olika värdena trots att alla är negativa, då det visar upp en skillnad i påverkan på teckningsgraden. Standardfelen

indikerar hur variablernas volatilitet förhåller sig till varandra. T-kvoten visar att ingen av de tre variablerna är signifikanta för analysen med tanke på signifikansgränsen på 2,06, trots att det inte spelar någon roll ifall kvoten visar sig negativ eller positiv. Chansen att den tredje dummyvariabeln skulle summeras noll i ekvationen är större än för de andra två med 32 procents chans i jämförelse med 16 och 20 procent.

Signifikant enligt T-tabell: Nej

5.2.5 ROE

Årets vinst i förhållande till det egna kapitalet blev i vår undersökning till största del negativt, vilket beror på att det resultat som företagen visat upp innan nyemissionen varit negativt. Det var totalt 79 procent av företagen som hade ett negativt resultat vilket proportionerligt mot antalet fulltecknade företag med negativ ROE.

Tabell 5.6 Regressionsresultat – Variabel: ROE

Variabel	Koefficient	Standardfel	t-kvot	p-värde.
ROE	0.003386	0.012567	0.269443	0.7899

Koefficienten är väldigt låg vilket tyder på att variabeln inte har stor påverkan på teckningsgraden. Värdet är ändå marginellt positivt vilket betyder att en lägre kvot skulle påverka teckningsgraden positivt. Resultatet i koefficientvärdet indikerar att ett företags årsresultat inte får vara för stort i förhållande till det egna kapitalet. Värt att notera är dock att majoriteten av de företag vars nyemissioner vi undersökt hade ett negativt årsresultat (går att avläsa i appendix 6) vilket bekräftar påståendet om att den låga kvoten skulle ha en positiv påverkan på teckningsgraden. Standardfelet visar att volatiliteten i koefficienten inte är stor. T-kvoten är långt ifrån signifikansgränsen 2,06 vilket betyder att variabeln inte heller är signifikant för analysen. Chansen att variabeln skulle summera noll i ekvationen är 79 procent och gör att signifikansen minskar ytterligare.

Signifikant enligt T-tabell: Nej

5.2.6 Informationshandling

Informationshandlingens relevans till teckningsgraden kommer som sagt att framhåvas i regressionsanalysen, men värt att nämna är att fördelningen mellan de båda varit relativt jämn. 41,7 procent av de undersökta företagen hade upprättat ett memorandum och 58,3 procent ett prospekt vilket är en bra uppdelning när vi undersöker dess relevans. Efter en snabb överblick på matrisen i Appendix 4 kan man avläsa att 9 av 15 nyemissioner med memorandum fulltecknades samtidigt som 10 av 21 nyemissioner med prospekt blev fulltecknade. Detta ger procentsatserna 60 procent fulltecknande nyemissioner för företag med memorandum samt 48 procent fulltecknande för företag med prospekt.

Tabell 5.7 Regressionsresultat – Variabel: Informationshandling

Variabel	Koefficient	Standardfel	t-kvot	p-värde.
Informationshandling	-0.116610	0.110346	-1.056772	0.3011

Koefficienten är låg och variabeln har därmed ingen större påverkan på teckningsgraden, men en lägre variabel påverkar teckningsgraden positivt. Då denna variabel upplyser om vilken informationshandling som varit mest framgångsrik i vår undersökning betyder regressionsresultatet att memorandum är marginellt framgångsrikare än ett prospekt. Standardfelet visar att koefficienten har en låg volatilitet. T-kvoten når inte upp till den valda signifikansgränsen och är därför inte heller signifikant i analysen. Det är enligt regressionsresultatet 30 procents chans att variabeln summeras till noll i ekvationen.

Signifikant enligt T-tabell: Nej

5.3 Faktorer utanför regressionsanalysen

Här presenterar vi de faktorer som kan ha påverkat utslaget av nyemissionen men som ändå inte är med i regressionsanalysen. Dessa data grundas i matriserna som finns tillgängliga i appendix 4-8.

5.3.1 Emissionsinstitut

En stor anledning till att vi inte tog med faktorn om betydelsen av ett emissionsinstitut i regressionsanalysen är den att definitionen på ett

större emissionsinstitut kändes onödigt provocerande och svårdefinierad, men däremot vill vi kunna ha friheten att ha med den i analysen. Istället tar vi alltså upp denna faktor utanför regressionsanalysen men tittar då på emissionsinstituten, utan att ta hänsyn till storlek, erfarenhet eller andra faktorer. I vår undersökning fann vi inget tydligt resultat då av de 19 fulltecknade nyemissionerna hade 12 av företagen ett emissionsinstitut bakom sig, vilket ändå betyder att det visade sig vara en positiv effekt med användandet av ett emissionsinstitut.

5.3.2 Antal emissioner efter år 2000

Medelantalet emissioner sedan år 2000 var totalt 3,8 stycken vilket stämmer överens med medelantalet emissioner för de företag som fick sina nyemissioner fulltecknade (3,7 stycken). Vi vill trots resultatet understryka att denna faktor är, liksom de resultatbaserade faktorerna, väldigt individuell. Företag som gör nyemissioner för att fortsätta utveckla sina produkter eller göra kontinuerliga nyinvesteringar som väntas återspeglas i resultatet kan exempelvis få bättre respons än ett företag som gör nyemission på nyemission för att överleva.

5.3.3 Aktiekapital och ägarstruktur

Medeltalet på ägarandelen av storägare i företagen ligger på 71 procent, och fördelas på 1-12 ägare som har ett innehav på mer än 2 procent. Faktorn svarar på om den nuvarande ägarspridningen i företagen påverkar nyemissionens teckningsgrad och enligt matrisen i Appendix 6 kan vi finna ett mindre samband mellan en mindre ägarspridning och en högre teckningsgrad. Av de fulltecknade företagen har bland annat storägarna ett innehav av 78 procent när det totala medeltalet ligger på 71 procent. Det kan delvis förklaras av att flera yngre företag inte genomfört någon omfattande ägarspridning tidigare.

5.3.4 Motiv

Företag väljer att genomföra nyemissioner av olika anledningar som kommuniceras i informationshandlingarna under rubriken motiv. Enligt vår tolkning av informationshandlingarna har 8 utav företagen uttryckt att deras verksamhet är akut beroende av det kapital som den

kommande nyemissionen injicerar i företaget, samtidigt som de resterande 28 företagen skulle kunna fortsätta med sina aktiviteter som vanligt utan kapitalinjektionen. Av de 8 företag som var i akut behov av kapital var det 2 nyemissioner som fulltecknades. Eventuella försköningar av motiven ur företagets synvinkel i informationshandlingen har vi inte tagit hänsyn till.

5.3.5 Företrädesrätt

Företagens nyemissioner skiljer sig även i den mån att hälften väljer att genomföra nyemissionen med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt. När man sedan ser till huruvida teckningen blev på de nyemissioner där företaget valt att bortse från aktieägarnas företrädesrätt så får vi reda på att 44 procent av dem fulltecknades.

6 Analys

I vår empiri presenterades de data som vi nu med hjälp av teorin och i viss mån den praktiska referensramen ämnar analysera. I det första stycket kommer vi att fokusera på det resultat som den multipla regressionsanalysen gav, för att i det andra stycket redogöra för de data som inte behandlades av regressionsanalysen.

6.1 Analys av variablerna i regressionsanalysen

Vid observation av t-kvoten hos samtliga variabler kan vi med signifikansnivån som grund utläsa att endast två av de förklarande variablerna har visat signifikans för teckningsgraden. Trots det har vi valt att diskutera de icke signifikanta variablerna i analysen då regressionsresultatet kan vara missvisande på grund av begränsad mängd av data. Vi kompletterar resultatet från regressionsanalysen med empiri baserad på den sammanfattande informationen från matriserna i Appendix 4-8.

Enligt regressionen hade Barometerindikatorn den största signifikansen för teckningsgraden och det är också en av de mest intressanta

observationerna vi funnit i vår undersökning. Då Barometerindikatorn är månadsjusterad visar den det konjunkturläge då teckningstiden för nyemissionen startade. Viswanath (1993) skriver i en artikel från *Journal of Financial and Quantitative Analysis* att investerare påverkas av det aktuella konjunkturläget vid sina investeringsbeslut och reaktion vid besked om nyemission, vilket även bekräftas i vår undersökning.

En annan anledning som kan vara en bidragande faktor till teckningsgradens höga nivå är ränteläget. Viswanath menar vidare att eftersom räntorna ofta är nedåtgående i en högkonjunktur, skulle det ge ett högre nuvärde av framtida investeringar att delta i nyemissionen. Det bör dock beaktas att det enligt Finansinspektionen godkänns betydligt färre prospekt i lågkonjunktur än det gör i högkonjunktur och att det med stor sannolikhet syns samma mönster i antalet memorandum som ges ut (Finansinspektionen, 2008). En av anledningarna till detta mönster kan vara det faktum att företagsledningen endast väljer att genomföra en nyemission när de anser att företaget är övervärderat. Det är en del i den teori som Meyers och Majluf presenterade 1984 som talar för det faktum att det genomförs fler nyemissioner i högkonjunktur än vid lågkonjunktur.

Resultatet av regressionsanalysen stärks när vi observerar den sammanställda informationen i matrisen i Appendix 7 där det går att avläsa att av de nyemissioner som gjordes under en period med ett lägre barometerindikatorvärde än 100 så fulltecknades endast 11 procent. Samtidigt fulltecknades 68 procent av nyemissionerna när de genomfördes i ett bättre konjunkturläge. Konjunkturläget är en variabel som företaget självt inte kan styra, men bör ändå tas i beaktning när en kapitalinjektion behövs i företaget. Ett lån kan ibland vara en bättre finansieringskälla än att genomföra en nyemission vid fel tillfälle.

Förekomsten av en garant är den variabel som enligt regressionsanalysen har näst högst signifikans i undersökningen och stärks av den sammanställda informationen i matrisen i Appendix 6. När en nyemission är garanterad till 100 procent fulltecknas denna vanligtvis vilket tydligt syns i vår undersökning. Det som är anmärkningsvärt i undersökningen är att endast 60 procent av de nyemissioner som var delvis garanterade fulltecknades. Detta betyder att vid en delvis garanterad nyemission löper företaget en stor risk att betala hög garantersättning trots att nyemissionen inte blir fulltecknad. Värt att observera är det relativt låga antal nyemissioner som var garanterade över huvud taget i undersökningen. En av anledningarna

kan vara den relativt stora kostnad det innebär för företaget att anlita en garant som oftast består av en procentsats av det garanterade beloppet. (Finansinspektionen, 2007)

Frågan om huruvida företaget planerar att notera aktien för handel eller inte och dess inverkan på teckningsgraden undersöks i regressionsanalysen med hjälp av tre dummyvariabler. Dessvärre visade sig ingen av variablerna vara signifikanta enligt regressionsanalysen, men om vi tittar närmare på matrisen i Appendix 5 syns det ett tydligt mönster. Endast 33 procent av de företag som inte uttryckte några planer för notering av företagets aktie, i den informationshandling som investerarna tog del av, fulltecknades. Av de företag som kommunicerade en framtida plan om notering eller hade en bekräftad tidpunkt för upptagning av aktien till handel fulltecknades ca 70 procent. Med Arnolds tankar gällande en notering kan detta tolkas som att investerarna är rädda att låsa in sitt kapital i företagets aktie utan möjlighet sälja aktierna vid behov på ett snabbt och enkelt vis. En uttalad plan för notering verkar ge investerarna förhoppning om att den ökade publicitet och status som en notering innebär kommer att gynna företaget mer än de ökade kostnaderna för till exempel nya informationskrav. Kraven på regelbunden finansiell information bidrar till en bättre transparens av företagets finansiella situation och ger underlag för en mer korrekt och rättvis värdering av företaget vilket, enligt undersökningen, får investerarna att tro på en ökning av värdet på deras aktieinnehav. (Arnold, 2008) Samtidigt bör det noteras att Isakssons (1997) tankar om de negativa aspekterna vid en börsnotering inte verkar påverka investerarna nämnvärt. Möjligen är det så att de riktas mer mot befintliga ägare som varit med sedan starten som är inställda på att företaget kan växa sig starka det tysta.

Den variabel som i regressionsanalysen skulle svara på hur företagets Return On Equity (ROE) påverkar teckningsgraden visade sig inte vara signifikant och det är även 79 procents chans att variabeln summeras till noll i ekvationen enligt p-värdet. När vi studerar sammanställningen i matriserna syns inte heller där något tydligt mönster på att storleken på ROE påverkar teckningsgraden. Detsamma gäller för variabeln som behandlar det emitterade beloppet i förhållande till det egna kapitalets påverkan på teckningsgraden, inte heller här är variabeln signifikant enligt t-kvoten. Det går inte heller att finna något mönster som pekar på att det emitterade beloppet i förhållande till det egna kapitalets storlek har någon påverkan på teckningsgraden i matrisen. Då majoriteten av företagen som undersökts har ett negativt resultat

och därmed negativt ROE, kan det antas att många av företagen befinner sig i en tidig fas i sin livscykel.

Litteraturen menar att företag i lanserings- eller tillväxtsfasen bör hålla nere den finansiella risken, det vill säga hålla nere storleken på lån, och istället ta in externt riskkapital (Andrén, 2003). När företagen i undersökningen nu söker kapital har många av dem ett relativt lågt eget kapital vilket då kan förklaras med att företagen tidigare undviker lånefinansiering. Det mönster som Viswanaths (1993) teori talar om, att en hög värdering och höga nyckeltal borde ge ett mer positivt mottagande av vid besked om nyemission ser vi inga tydliga tecken på i vår undersökning. Miller och Rocks teori (1984) säger att emissionens storlek står i direkt relation till marknadens mottagande, ju större emissionsbelopp desto sämre mottas beskedet. Även om det finns en tendens till detta mönster går det inte att dra några slutsatser från materialet i vår undersökning.

Regressionsanalysen som behandlar vilken form av informationshandling som använts vid nyemissionen visar sig inte vara signifikant. Tittar vi i informationen som sammanställts i matrisen i Appendix 4 ser vi att det är fler prospekt än memorandum som är undersökta, vilket kan förklaras med att det var betydligt lättare att finna prospekt eftersom de godkänns och lagras på Finansinspektionens hemsida. Vid genomgången av informationsmaterialet slogs vi av en enorm skillnad i informationsmängd. Memorandumerna, som inte har något krav på struktur eller innehåll, var betydligt mindre innehållsrika och varierande medan prospekten var varandra lika enligt Finansinspektionens ramar för utformning och innehåll. Eftersom informationen var betydligt mer innehållsrik i prospekten kan det anses märkligt att det var en större andel memorandum som blev fulltecknade, 60 procent mot 48 procent. En förklaring till detta kan vara att mängden information i samband med de nyemissioner som använt sig av memorandum är betydligt tunnare och att investerarna som tecknar i nyemissionen då missat viktig information som utelämnats. Om informationen varit mer utförlig är det möjligt att investerarna haft en annan inställning till företaget och dess värdering i samband med nyemissionen och resultatet av teckningsgraden i undersökningen sett annorlunda ut.

Vidare kan man dra paralleller till Kevin Rocks (1986) teori *Winners Curse* som behandlar förekomsten av asymmetrisk information och vem det är som tecknar i nyemissionerna. Rock menar att de som har

perfekt information om företaget tecknar om värderingen är tillräckligt attraktiv medan de som har begränsad information tecknar även om värderingen skulle vara för hög enligt de med perfekt information. Resultatet blir således att när ett företag har en attraktiv värdering får de med perfekt information en större andel tecknat än de med knapp information. Vid användningen av memorandum kan det därför tänkas att det blir en större mängd asymmetrisk information i samband med nyemissionen och att sammansättningen av investerare som tecknar blir då beroende av värderingen. (Rock, 1986)

6.2 Analys av variabler utanför regressionsanalysen

Det finns som sagt flera variabler som inte togs med i regressionsanalysen men som ändå har undersökts med hjälp av den sammanfattade informationen i matriserna, då vi på förhand ansåg att även de kan vara med och påverka teckningsgraden. Baron skriver i en artikel i *Journal of Finance* från 1982 om den eventuella informationsasymmetrin som kan uppkomma mellan företag och deras emissionsinstitut. I vår empiri kan vi se att en större del av företagen med en fulltecknad nyemission hade ett emissionsinstitut bakom sig. Det kan tolkas som att institutet ofta har en större kunskap om den finansiella marknaden och fler etablerade kontakter med potentiella investerare än vad företaget själv har. När ett emissionsinstitut är inblandat i arbetet omkring nyemissionen går det att anta att den informationshandling som sammanställs håller en hög informationsnivå oavsett om det är ett reglerat prospekt eller memorandum. På så vis kan företaget minska risken för uppkomsten av asymmetrisk information i samband med nyemissionen. Även om det är dyrare för företaget att anlita ett emissionsinstitut kan det vara värt kostnaden om det innebär en högre teckningsgrad i nyemissionen och minskad risk för dålig publicitet i samband med en misslyckad nyemission. Ett emissionsinstituts medverkan vid nyemissioner kan dock innebära att risken för underprissättning ökar eftersom de vill säkerställa att nyemissionen fulltecknas. Befintliga ägare påverkas då negativt medan de nya aktieägarna, ofta institutens kunder, köper in sig billigt i företaget. (Baron, 1982)

Många av företagen i undersökningen har en begränsad ägarspridning innan nyemissionen, då snittinnehavet för de två största ägarna hamnar på 71 procent. Vid analys av informationen i matrisen i Appendix 6 visar det sig att de företag som fick sina nyemissioner

fulltecknade hade storägare med ett ännu högre procentuellt ägande. Eftersom majoriteten av företagen är relativt unga kan det antas att huvudägarna även arbetar operativt på ledande positioner inom företaget och har god insyn i verksamheten. Resultatet får då medhåll från tidigare forskning av Masulis och Korwar (1986) rörande ägarstrukturen, där de menar att investerare har ett högre förtroende för företag där ledningen tillika är storägare i företaget. De förväntas ha en god insikt i företagets verksamhet och dess förväntade kassaflöden där deras stora aktieinnehav då signalerar att de tror på företaget. Vid företrädesemissioner kan det dock skada förtroendet för ledningen om de inte skulle teckna i nyemissionen. Deras teori styrks även i vår undersökning där andelen fulltecknade nyemissioner med företrädesrätt var större än de som genomfördes med avvikelse för nuvarande aktieägares företrädesrätt.

I praktiska referensramen kan man finna olika motiv för ett företag att genomföra en nyemission, vilket också redovisas i den informationshandling som upprättas i samband med nyemissionen. Detta motiv skiljer sig mellan företagen då de ofta befinner sig i olika finansiella situationer. 8 av våra 36 undersökta företag genomförde sina nyemissioner för att de var i behov av kapital för att kunna bibehålla sin nuvarande verksamhet och endast 2 av dessa nyemissioner fulltecknades. I teorin om Trade-Off modellen diskuteras för och nackdelar hos de olika finansieringsalternativen. Enligt teorin borde nyemissionen vara mindre riskfyllt än ett lån med tanke på de löpande kostnader så som räntekostnader som adderas på lånekostnaden. (French; Fama, 2002) Här motsäger sig vår empiri teorin då den sammanställda informationen visar att det är svårt för ett företag i dålig finansiell ställning att få in kapital via en nyemission. Företaget måste då beakta risken med de kostnader som följer en mindre lyckad nyemission och väga dessa mot kostnaderna för ett lån.

6.3 Egna reflektioner gällande analysen

Vid arbetets inledning satte vi upp ett antal hypoteser med de faktorer som vi trodde skulle komma att kunna påverka en nyemissions teckningsgrad. Det var kring denna hypotes vi utformade insamlingen av data samt innehållet av empirin. Vi har, framför allt under regressionsanalysens gång, observerat att flertalet av de undersökningsvariablerna vi på förhand valt ut visat sig vara mindre relevanta för nyemissionernas utfall. Trots ett relativt vagt resultat i

regressionsanalysen har vi vid flertalet tillfällen under analysen av den sammanfattade informationen i matriserna funnit samband mellan variabler och teckningsgrad.

Pecking Order hypotesen menar också att en nyemission sänder ut negativa signaler vilket vi undersökt genom att lista hur många nyemissioner företagen gjort sedan år 2000. Vi har där inte funnit något närmare samband men samtidigt understrukt att teorin antagligen är väldigt beroende av vilket motiv företaget har att genomföra nyemissionen

7 Slutdiskussion

I slutsatsen diskuterar vi kring analysen och de frågeställningarna vi presenterade i inledningen av uppsatsen. Vi avslutar kapitlet med förslag på förbättringar samt förslag på vidare forskning.

7.1 Slutsats

Efter regressionsanalysen stod det klart att vi, enligt denna, endast funnit två faktorer som direkt påverkade teckningsgraden. Dessa två faktorer svarade på om företaget använde sig av en garant i samband med nyemissionen samt i vilket konjunkturläge nyemissionen genomfördes. Utöver dessa två har det visat sig genom vår sammanfattade information i matriserna att även flera variabler påverkade teckningsgraden. Detta utan att regressionsanalysen gav några utslag som talade för detta.

Enligt vår slutgiltiga analys finns det ett antal faktorer ett företag som står inför beslutet om en nyemission bör beakta. Dessa fyra faktorer är de vi skulle föreslå för närmare utvärdering till ett företag som står inför en nyemission. Den första är att undvika att genomföra en nyemission i ett sämre konjunkturläge. Vi tror att detta kan bero på att mindre investerare är mindre investeringsvilliga då det inte infinner sig en ekonomisk säkerhet på marknaden. Vår undersökning så väl som teorier pekar på att det är vanligare med framgångsrika nyemissioner i en högkonjunktur. Den andra faktorn är garantier och deras påverkan på teckningen. Enligt resultaten i undersökningen bör företag antingen

ha full teckning av sina garantier eller överväga att bortse helt från användningen av garantier. Vi tror ändå att en delvis garanterad nyemission är bättre än ingen garant alls och att de undersökta företag som ej fulltecknades trots garantier skulle haft en ännu lägre teckningsgrad utan garant. Att beakta är att det föreligger en risk att delvis tecknade nyemissioner medför stora kostnader i form av garantersättningar utan att nyemissionen fulltecknas. Den tredje faktorn vi vill belysa är den eventuellt uttalade ambitionen om att ansluta sig till en finansiell marknadsplats, där analysen avslöjar att företag som står inför en redan bekräftad upptagning har betydligt större möjlighet att fulltecknas. Samma princip gäller för de företag som uttrycker en ambition om att i framtiden anslutas då deras teckningsgrad var betydligt högre än de företag som inte alls hade några planer angående en framtida anslutning. En fjärde faktor som ett företag borde beakta är deras egna uttalade motiv om hur de tänkt använda det nyinjekterade kapitalet. Detta då endast 25 procent av de företag som var i behov av kapitalet att kunna fortsätta med sin verksamhet som planerat fulltecknades.

Samtidigt som vi kan känna en viss besvikelse över att inte få samtliga hypoteser bekräftade i analysen, måste vi understryka att även en förkastning av några hypoteser genererar ny kunskap. Trots att vi inte funnit ett stort antal kriterier som ett företag bör ha uppfyllt för att ha chansen att få sin nyemission fulltecknad har vi redogjort för ett flertal faktorer som enligt vår analys påverkar teckningsgraden.

Då vårt syfte med uppsatsen var att finna och konkretisera möjliga faktorer som bidrar till en framgångsrik nyemission hos onoterade företag i Sverige har vi delvis lyckats med att uppfylla målet. Naturligtvis hade vi hoppats finna flera avgörande faktorer i enlighet med hypoteserna, men med tanke på svårigheterna vid insamlingen av information är vi nöjda med resultatet. Ett onoterat svenskt företag kan idag ta del av vår uppsats och därmed finna lärdomar om påverkande faktorer vid nyemissioner för att optimera resultatet vid sin egen nyemission.

7.2 Förslag på förbättringar

En mer omfattande mängd av informationshandlingar tror vi skulle ge en mer korrekt analys av variablernas påverkan på teckningsgraden. En regressionsanalys är som mest lämpad att behandla en stor

informationsbas för att på ett effektivt sätt dra slutsatser av denna. Då våra data inte blev så omfattande som vi hade hoppats på finns det en risk att resultatet skulle bli annorlunda vid fler observationsobjekt.

Nu i efterhand kan vi även se att en förbättring skulle kunna vara att undersöka ytterligare variabler, men samtidigt så har vi fått reda på flera faktorer som inte påverkar teckningsgraden i samma grad som vi tidigare trodde. Ett alternativ skulle kunna vara att helt enkelt öka antalet variabler för att få en mer omfattande analys, vilket definitivt skulle vara mer tidskrävande då informationsmaterialens innehåll var av mycket varierande karaktär.

7.3 Förslag på vidare forskning

Under arbetets gång har vi konstaterat att det finns flera intressanta vinklar att behandla vårt ämne med och vi har skrivit ner några förslag på vidare forskning.

Ett förslag på en mer kvalitativ undersökning är att utreda för vilka faktorer som påverkar beslutsprocessen hos institutionella och större privata investerare som regelbundet investerar i svenska onoterade företag och frekvent deltar i nyemissioner. Här erhålls en mer konkret bild av de faktorer som ger en direkt påverkan på teckningsgraden.

Man kan även undersöka vilka kriterier som måste vara uppfyllda för att ett emissionsinstitut ska anta ett uppdrag och vilka faktorer de tittar närmare på hos ett företag som står inför en nyemission. En annan intressant aspekt här skulle vara hur stort antal företag som avfärdas på grund av att emissionsinstitutet inte tror på att en fullteckning skulle vara möjlig och därmed även skada deras rykte.

Vem det är som tecknar nyemissionen är också en fråga som skulle vara intressant att undersöka. Har företaget som ambition att behålla en liknande ägarstruktur, få en större spridning eller är det en ny majoritetsägare som företaget söker? Samtliga av dessa olika önskemål omdefinierar begreppet "framgångsrik nyemission" eftersom det då inte bara handlar om teckningsgraden, utan också vem det är som går in som ägare.

8 Källor

8.1 Publicerade källor

8.1.1 Litterära källor

- Andrén, Niclas; Hansson, Sigurd; Eriksson, Tore (2003) Finansiering, Liber AB
- Arnold, Glen (2008), Corporate Financial Management, Pearson Education Limited
- Blom, Gunnar; Enger, Jan; Englund, Gunnar; Grandell, Jan; Holst, Lars (2005), Sannolikhetsteori och statistikteori med tillämpningar. Studentlitteratur.
- Bragg, Steven M (2002) Business ratios and formulas: a comprehensive guide, John Wiley and Sons
- Bryman, Allan; Bell, Emma (2005), Företagsekonomiska forskningsmetoder, Liber ekonomi.

- Christensen, L (2001), Marknadsundersökning – en handbok, Studentlitteratur
- Greene, William H. (1997) *Econometric Analysis*, Prentice-Hall International Inc
- Hansson, Sigurd; Arvidson, Per; Lindquist, Hans (2006), Företags- och räkenskapsanalys. Lund, Studentlitteratur.
- Holme, I.M; Solvang B.K. (1997), *Forskningsmetodik*, Studentlitteratur AB
- Håkansson, Per Erik; Rydin, Urban; Lundquist, Lennart (2005) *Administration av finansiella instrument : kunskap för finansiell rådgivning*, Liber AB
- Rienecker, Lotte; Jörgensen, Peter S (2008), *Att skriva en bra uppsats*, Liber AB
- Ross, S.A.; Westerfield, R.W.; Jaffe, J.F. (2002), *Corporate Finance*, 6th edition, McGraw-Hill

8.1.2 Artiklar och tidsskrifter

- Baron, David P. (1982) A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues, *Journal of Finance* 37
- Brinkmann, J; Velz, O (2009), Mortgage Banking. The 2009 Outlook, volume 69, issue 4, s22.
- Fama F. Eugene, French R. Kenneth (2002), Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt, *Review of Financial Studies*, vol 15, nr 1
- Hayne E. Leland; David H. Pyle (1977), Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, *The Journal of Finance*, Vol. 32, s. 371-387.
- Isaksson, Anders (1997), Exitstrategier – Motiv och konsekvenser, Närings- och teknikutvecklingsverket: Marknadesplatser för handel med aktier i små företag – en delrapport. Stockholm
- Jensen, M.C; Meckling W.H. (1976), Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3, s. 305–360.
- Masulis, Ronald & Korwar (1986), Ashok, Seasoned equity offerings: An empirical investigation, s 91f
- Miller M, K Rock (1984), Dividend Policy under Asymmetric Information, Working Paper, University of Chicago
- Modigliani, Miller, (1958), The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment, *The American Economic Review*, Vol 48, s. 261-297
- Myers, C. Stewart; Majluf, S. Nicholas (1984), Corporate financing and Investment Decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, issue 13, s187-221.
- Ritter, Jay R., (1998), Initial Public Offerings, *Contemporary Finance Digest*, Vol. 2, No. 1, s 5-30
- Rock, K. (1986), Why new issues are underpriced, *Journal of Financial Economics* 15
- Sackmann, S.A. (1992), Culture and Subcultures: An Analysis of Organizational Knowledge, *Administrative Science Quarterly* 37: 363-399
- Trueman Brett (1986), The Relationship between the Level of Capital Expenditures and Former Value, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 21, s. 115-129
- Viswanath P. V. (1993), Strategic Considerations, the Pecking Order Hypothesis, and Market Reactions to Equity Financing, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 28, S. 213-234

8.1.3 Lagar

- Aktiebolagslag (2005:551) 13 kap. 1§
- Årsredovisningslagen (1995:1554)

8.1.4 Övriga publikationer

- Finansinspektionen (2006), Oreglerade erbjudanden på aktiemarknaden, Rapport den 19 oktober 2006
- Finansinspektionen (2007), Processen vid nyintroduktioner och emissioner, Rapport den 5 juli 2007
- Finansinspektionen (2008), Kapitalbarometern - Prospektskyldig kapitalanskaffning på den svenska marknaden. Statistikrapport 2008-04-30
- Finansinspektionen (2009), Granskning av prospekt - en vägledning. 2008-04-17

8.2 Muntliga källor

- Samtal med Johan Mårtenson, Alternativa aktiemarknaden 2009-05-18 9:00

8.3 Elektroniska källor

8.3.1 Internetadresser

- http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/db_indicators8650_en.htm 2009-05-17
- www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article265746.ece 2009-05-16
- www.derank.se/emissioner/AvslutNyintroduktioner.asp 2009-05-16
- www.di.se/Nyheter/?page=/Avdelningar/Artikel.aspx%3FMobious%3DY%26ArticleID%3D2009%255C04%255C01%255C331543%26SectionID%3DEttan%26menusection%3DStartsidan%3BHuvudnyheter (2009-04-02)
- www.expowera.se/mentor/ekonomi/finansiering.htm 2009-04-16
- www.fi.se/Templates/NewsLetterPage___7151.aspx 2009-05-24
- www.fi.se/Templates/NewsLetterPage___8730.aspx 2009-04-16
- www.fi.se/Templates/Page_Prospekt___6656.aspx 2009-05-16
- www.fi.se/Templates/StartSectionPage___20.aspx 2009-05-06
- www.nutek.se/sb/d/512/a/1060 2009-04-21
- www.nyemissioner.se/nyemissioner.php 2009-05-16
- www.svca.se/home/page.asp?sid=337&mid=2&Pageld=13763 2009-05-20
- www.va.se/nyheter/2009/04/01/nyemissioner-onodigt-dyrt/ (2009-04-02)

8.5 Övriga

9 Appendix

9.1 Appendix 1

Företag	Teckningsgrad	Emissionsbelopp/EK	ROE	Barometer	Garant
1	0,75	-	-	1,106	0
2	1	2,65	-2,78	1,145	0
3	1	-	-	1,141	0
4	1	-	-	0,893	0,25
5	1	1,66	-0,363	1,106	0
6	1	0,908	-0,572	1,113	1
7	1	29,33	-6,619	1,145	0
8	1	0,87	0,452	1,141	0
9	0,85	1,21	-0,879	1,033	0,63
10	1	0,75	-0,133	1,118	0
11	0	22,33	-25,348	0,712	0
12	0	0,93	-0,146	0,762	0
13	0,3	1,69	-0,224	0,956	0
14	1	3,20	-0,24	0,762	0,327
15	0	4,86	-3,046	0,712	0
16	1	0,54	0,391	1,135	0
17	1	18,25	0,479	1,106	1
18	0,7	0,83	0,441	0,959	0
19	1	1,07	-1,789	1,143	0,74
20	0,83	0,99	4,5	1,113	0
21	1	3,66	-1,513	1,145	0
22	0,26	8,55	0,002	1,081	0
23	1	3,087	-0,121	1,113	0
24	1	30,01	-1,339	1,091	0
25	0,23	136,21	-0,365	1,113	0
26	0	0,62	-0,238	0,887	0
27	0,36	0,49	-0,403	1,081	0
28	1	0,09	-1,302	1,085	0
29	1	4,655	-1,116	1,113	1
30	1	8,586	0	1,141	0
31	0,66	2,31	-4,919	0,887	0
32	0,51	7,61	-0,39	1,135	0
33	0	11,32	-2,174	0,887	0
34	1	2,09	-0,219	1,000	0
35	0,43	7,69	-1,396	1,096	0
36	0,9	3,54	-1,986	0,743	0,67

9.2 Appendix 2

Företag	Informationshandling	Anslutning - Nej	Anslutning - Framtid	Anslutning - Upptagen
---------	----------------------	------------------	----------------------	-----------------------

1	0	1	0	0
2	1	0	1	0
3	0	0	1	0
4	0	0	1	0
5	0	1	0	0
6	1	0	0	1
7	0	0	0	1
8	1	0	0	1
9	1	1	0	0
10	0	0	0	1
11	1	1	0	0
12	1	1	0	0
13	0	0	1	0
14	1	1	0	0
15	0	1	0	0
16	1	1	0	0
17	1	0	0	1
18	1	1	0	0
19	0	1	0	0
20	1	0	0	1
21	0	0	0	1
22	1	1	0	0
23	1	0	1	0
24	0	1	0	0
25	1	1	0	0
26	1	0	1	0
27	1	1	0	0
28	1	0	0	1
29	1	1	0	0
30	1	0	1	0
31	0	0	0	1
32	1	1	0	0
33	1	1	0	0
34	0	0	1	0
35	0	0	1	0
36	0	0	1	0

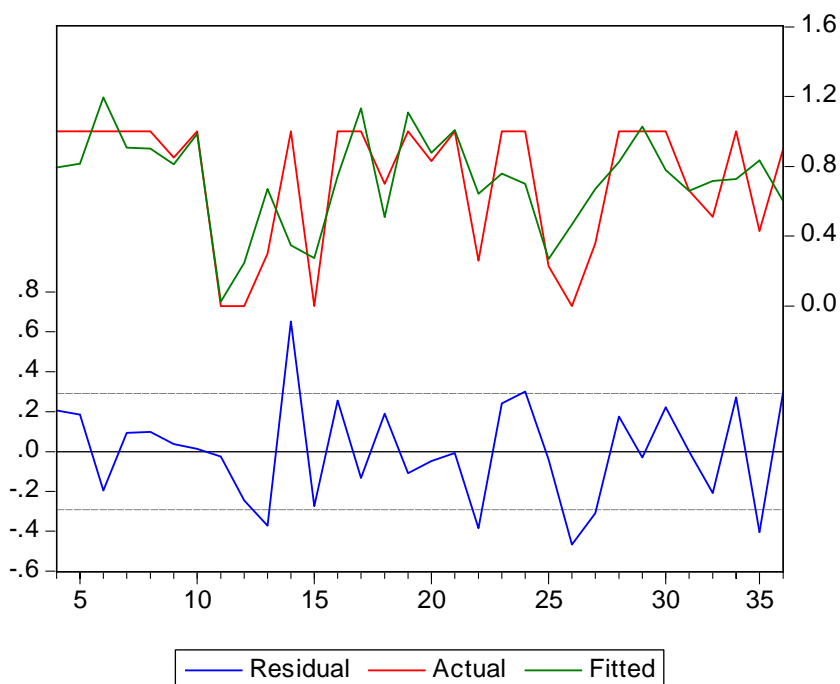
9.3 Appendix 3

Dependent Variable: TGRAD

Method: Least Squares
 Date: 05/19/09 Time: 12:16
 Sample (adjusted): 2 36
 Included observations: 32 after adjustments

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EBEL_EK	-0.003259	0.002256	-1.444873	0.1614
BAROMETER	1.324908	0.426766	3.104533	0.0048
GARANT	0.334094	0.157411	2.122438	0.0443
ANSL_NEJ	-0.643476	0.440275	-1.461531	0.1568
ANSL_FRAM	-0.589098	0.445034	-1.323715	0.1981
ANSL_UPPT	-0.492286	0.480160	-1.025255	0.3155
ROE	0.003386	0.012567	0.269443	0.7899
INFO_	-0.116610	0.110346	-1.056772	0.3011

R-squared	0.534198	Mean dependent var	0.719688
Adjusted R-squared	0.398339	S.D. dependent var	0.374928
S.E. of regression	0.290819	Akaike info criterion	0.580090
Sum squared resid	2.029823	Schwarz criterion	0.946524
Log likelihood	-1.281436	Hannan-Quinn criter.	0.701552
Durbin-Watson stat	2.668550		



9.4 Appendix 4

Företag	Teckningstid	Emissionsbelopp SEK	Informationshandling	Teckningsgrad SEK
1	2006 12/10 - 31/10	4.500.000	Memorandum	3.380.000

2	2007 8/5 - 22/5	75.000.000	Prospekt	Fulltecknad
3	2007 25/5 - 11/6	2.000.000	Memorandum	Fulltecknad
4	2008 22/8 - 11/9	6.000.000	Memorandum	Fulltecknad
5	2006 6/12 - 23/12	8.900.000	Memorandum	Fulltecknad
6	2007 6/3 - 20/3	51.300.000	Prospekt	Fulltecknad
7	2007 1/6 - 18/6	5.000.000	Memorandum	Fulltecknad
8	2007 21/5 - 5/6	26.600.000	Prospekt	Fulltecknad
9	2008 15/1 - 29/1	47.309.004	Prospekt	40.315.728
10	2007 29/1 - 12/2	7.000.000	Memorandum	Fulltecknad
11	2009 16/3 - 30/3	98.200.000	Prospekt	Återkallad
12	2008 13/11 - 27/11	98.200.000	Prospekt	Återkallad
13	2008 1/6 - 30/6	9.000.000	Memorandum	3.000.000
14	2008 21/11 - 5/12	147.269.880	Prospekt	Fulltecknad
15	2009 2/3 - 16/3	6.500.000	Memorandum	Återkallad
16	2007 2/4 - 16/4	15.500.000	Prospekt	Fulltecknad
17	2006 4/12 - 18/12	8.035.000	Prospekt	Fulltecknad
18	2008 1/6 - 30/6	60.005.000	Prospekt	41.934.200
19	2007 16/7 - 10/8	29.600.000	Memorandum	Fulltecknad
20	2007 31/8 - 14/9	22.100.000	Prospekt	18.300.000
21	2007 4/6 - 21/6	9.000.000	Memorandum	Fulltecknad
22	2007 2/9 - 28/9	27.000.000	Prospekt	7.000.000
23	2007 26/3 - 16/4	29.000.000	Prospekt	Fulltecknad
24	2007 Oktober	9.000.000	Memorandum	Fulltecknad
25	2007 10/9 - 30/9	9.000.000	Prospekt	3.200.000
26	2007 22/3 - 15/4 (- 31/5)	15.000.000	Prospekt	3.382.500
27	2008 1/9 - 31/9	12.000.000	Prospekt	Återkallad
28	2006 8/8 - 22/8	6.610.477	Prospekt	Fulltecknad
29	2007 12/3 - 27/3	27.700.000	Prospekt	Fulltecknad
30	2007 1/5 - 31/5	4.300.000	Prospekt	Fulltecknad
31	2008 15/9 - 3/10	9.000.000	Memorandum	5.892.000
32	2007 30/4 - 18/6	23.950.000	Prospekt	12.184.000
33	2008 1/9 - 3/10	35.200.000	Prospekt	Återkallad
34	2008 5/5 - 9/6	8.108.000	Memorandum	Fulltecknad
35	2009 19/2 - 6/3	3.000.000	Memorandum	2.700.000
36	2006 15/1 - 15/2	7.200.000	Memorandum	3.125.520

9.5 Appendix 5

Företag	Emissionsinstitut	Anslutna till Handel	Företrädesrätt
1	Aliansor AB	Nej	Nej

2	Själva	Nej (Planeras)	1.1
3	Själva	Nej (Planeras)	Nej
4	Själva	Nej (Planeras)	1.1
5	Själva	Nej	1.1
6	Mangold Fondkommission	Upptagna (NGM Equity)	1.2
7	Aktieinvest FK AB	Upptagna (AktieTorget)	Nej
8	HQ Bank AB	Upptagna (First North)	Nej
9	Själva	Nej	1.2
10	Aktieinvest FK AB	Upptagna (NGM MTF)	Nej
11	Öhman	Nej	16.1
12	Öhman	Nej	8.5
13	Aqurat Fondkommission	Nej (Planeras)	Nej
14	EFG Investment Bank	Nej	10.1
15	Mangold Fondkommission	Nej	2.3
16	Thenberg & Kinde Fondkommission AB	Nej	1.5
17	Omx Broker Services AB	Upptagna (AktieTorget)	5.1
18	Själva	Nej	Ja - 1/3 av beloppet
19	Själva	Nej	Riktad
20	Själva	Upptagna (AktieTorget)	Riktad
21	Lofalk Advokatbyrå AB	Upptagna (NGM MTF)	Nej
22	Själva	Nej	Nej
23	Mangold Fondkommission	Nej (Planeras)	Nej
24	Själva	Nej	Nej
25	Själva	Nej	Nej
26	Själva	Nej	Nej
27	Själva	Nej	Nej
28	SEB	Upptagna (OMX Stockholm)	1.2
29	Mangold Fondkommission	Nej	4.5
30	Mangold Fondkommission	Nej (Planeras)	Nej
31	Aqurat Fondkommission	Upptagna (AktieTorget)	Nej
32	Själva	Nej	2.1
33	Mangold Fondkommission	Nej	Nej
34	Själva	Nej (planeras)	1.3
35	Själva	Nej (Planeras)	Nej
36	Själva	Nej (Planeras)	Nej

9.6 Appendix 6

Företag	Antal emissioner e. år 2000	Finns garant	Antal ägare över 2% i kapital	2 största ägarna
1	-	Nej	7 äger 81,2%	51,2%
2	13	Nej	6 äger 90,7%	54,4%
3	0	Nej	4 äger 95,8%	69,0%
4	1	Ja - 25%	6 äger 76,8%	43,8%
5	2	Nej	2 äger 14,2%	14,2%
6	1	Ja - Full	2 äger 5,0%	5,0%
7	2	Nej	4 äger 100%	93,0%
8	2	Nej	11 äger 84,6%	44,5%
9	10	Ja - 63%	5 äger 61,3%	44,4%
10	-	Nej	-	-
11	3	Nej	7 äger 65,0%	44,5%
12	3	Nej	7 äger 65,0%	48,9%
13	0	Nej	2 äger 100%	100,0%
14	3	Ja - 32,7%	6 äger 77,4%	32,2%
15	6	Nej	10 äger 63,5%	31,5%
16	5	Nej	12 äger 63,8%	30,0%
17	1	Ja - 100%	7 äger 37,8%	18,8%
18	4	Nej	9 äger 75,0%	44,4%
19	-	Ja - 74%	5 äger 78,3%	58,5%
20	1	Nej	5 äger 84,5%	65,0%
21	5	Nej	9 äger 77,0%	23,0%
22	4	Nej	4 äger 66,0%	56,0%
23	3	Nej	4 äger 100%	91,2%
24	0	Nej	2 äger 100%	100,0%
25	4	Nej	2 äger 80,2%	80,2%
26	3	Nej	2 äger 86,9%	86,9%
27	5	Nej	2 äger 76,1%	76,1%
28	15	Nej	7 äger 69,9%	46,8%
29	13	Ja - 100%	10 äger 80,4%	50,4%
30	-	Nej	-	-
31	6	Nej	10 äger 58,4%	17,2%
32	0	Nej	4 äger 21,2%	13,2%
33	6	Nej	1 äger 94,1%	94,1%
34	1	Nej	6 äger 95,5%	47,0%
35	6	Ja - 67%	6 äger 84,7%	34,2%
36	2	Nej	5 äger 75,7%	44,3%

9.7 Appendix 7

Företag	Eget Kapital SEK	Emissionsbelopp/EK	ROE	Barometerindikatorn	Teckningsgrad
1	-	-	-	110,6	0,75
2	28.271.000	2,65	-2,78	114,5	1
3	-	-	-	114,1	1
4	-	-	-	89,3	1
5	5.345.420	1,66	-0,363	110,6	1
6	56.502.000	0,908	-0,572	111,3	1
7	170.477	29,33	-6,619	114,5	1
8	30.647.000	0,87	0,452	114,1	1
9	39.126.000	1,21	-0,879	103,3	0,85
10	9.375.000	0,75	-0,133	111,8	1
11	4.397.000	22,33	-25,348	71,2	0
12	106.133.037	0,93	-0,146	76,2	0
13	5.324.000	1,69	-0,224	95,6	0
14	46.030.000	3,20	-0,24	76,2	1
15	1.338.000	4,86	-3,046	71,2	0
16	28.618.000	0,54	0,391	113,5	1
17	440.261	18,25	0,479	110,6	1
18	72.324.000	0,83	0,441	95,9	0,7
19	27.806.000	1,07	-1,789	114,3	1
20	22.406.000	0,99	4,5	111,3	0,83
21	2.458.000	3,66	-1,513	114,5	1
22	3.158.000	8,55	0,002	108,1	0,26
23	9.394.158	3,087	-0,121	111,3	1
24	299.900	30,01	-1,339	109,1	1
25	18.440.353	0,49	-0,403	108,1	0,36
26	110.126	136,21	-0,365	111,3	0,23
27	19.407.297	0,62	-0,238	88,7	0
28	70.107.000	0,09	-1,302	108,5	1
29	3.951.000	4,655	-1,116	111,3	1
30	500.800	8,586	0	114,1	1
31	3.904.000	2,31	-4,919	88,7	0,66
32	3.146.928	7,61	-0,39	113,5	0,51
33	3.110.676	11,32	-2,174	88,7	0
34	3.886.000	2,09	-0,219	100,0	1
35	848.032	3,54	-1,986	74,3	0,9
36	935.999	7,69	-1,396	109,6	0,43

9.8 Appendix 8

Företag	Motiv (Investering, expansion eller överlevnad)
1	För att fortsätta utveckla samt marknadsföra företagets mobila plattformen.
2	Stärka balansräkningen och möjliggöra för expansion - framför allt i US. Även att bredda ägarbasen.
3	Lansering av ny produkt.
4	Expansion.
5	Finansiera större delen av bygget av företagets kärnprodukt.
6	Säkra utvecklingen i företagets dotterbolag.
7	Inför listning, en lansering samt stärka finansiella situationen.
8	Expansion samt upptagning på First North
9	Möjliggöra för företaget att fullfölja de prioriteringar som tidigare fastslagits.
10	Öka marknadsinsatser, korta utvecklingstiden, fortsätta växa samt listning på NGM.
11	Uteslutande användas för att återlansera företagets produkt i Storbritannien.
12	Uteslutande användas för att återlansera företagets produkt i Storbritannien.
13	För att genomföra sin tillväxtplan, men även för att stärka den långsiktiga marknadsföringen.
14	Säkerställa verksamheten till och med utgången av tredje kvartalet 2010.
15	Primärt att finansiering av den löpande verksamheten. Företagets krediter är idag i huvudsak uttömda.
16	Utveckling, lansering och investering i och för nya produkter
17	Finansiera företagsförvärv motsvarande en kontant köpeskilling om 3 350 000 kr, samt tillföra den blivande koncernen expensionskapital.
18	Finansiera strategiska förvärv och expandera
19	Stärka finansiell ställning samt lansering av nya och gamla produkter
20	Till fortsatt expansion samt inför listning på AktieTorget.
21	Finansiera kommande företagsförvärv samt att vidareutveckla befintlig produktportfölj. Kommande notering underlättar företagsförvärv.
22	Till att finansiera etablering och utveckling av utbildningsanläggningar samt öppna försäljningskontor.
23	Fortsätta och snabba upp expansionen på företagets nyckelmarknader samt för att stärka företagets organisation och tekniska plattform.
24	Expansion.
25	Spridning, ställning på marknaden och avgörande för att kunna fullgöra planerade och nya projekt till och med fjärde kvartalet 2007.
26	Stärka företagets finansiella position inför den av styrelsen beslutade börsintroduktionen.
27	För att uppnå en större ägarspridning, stärka företagets ställning på prospekteringsmarknaden. Öppnar för flera emissioner.
28	Säkerställa företagets kortfristiga rörelsekapitalfinansiering, finansiering av fortsatt verksamhet samt återbetalande av eventuella kortfristiga lån.
29	Stärka Företagets likviditet och tillföra företaget medel för att skapa förutsättningar för fortsatt tillväxt.
30	Finansiera bygget av ny 18-håls bana.
31	Stärka Företagets kapitalbas inför förestående expansion med lanseringar av nya produkter samt en större ägarspridning inför listningen.
32	Utgången av emissionen bestämmer investeringsmöjligheterna i nya vindkraftverk.
33	Vidareutvecklingar av produkter, patentregistreringar samt expansion och de utgifter som följer.

34	För att bland annat finansiera en fördjupad förstudie inom miljöprovning samt prospekt och affärsplan för kommande notering på handelsplats.
35	Möjliggöra uthålliga förhandlingar med institutionella finansiärer och samarbetspartner.
36	Lägga grunden för en internationell lansering av företagets unika teknik för vattenreningsutrustning för halvledarindustrin.