



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

FEKK01

Kandidatuppsats HT 09

Finansiering

Deltagande i nyemission

-En buy and hold-strategi

Handledare:
Måns Kjelsson

Författare:
Robin Egerot
Erik Hagman
Martin Svensson

Abstract

- Title:** Participation in SEO: s – a Buy and Hold Strategy
- Seminar date:** 22 December 2009
- Course:** Bachelor Thesis in Corporate Financial Management, 15 ECTS
- Authors:** Robin Egerot
Erik Hagman
Martin Svensson
- Supervisor:** Måns Kjellsson
- Keywords:** Seasoned Equity Offering, Car-model, signaling effect, abnormal return.
- Purpose:** The thesis purpose is to examine if an investor has been able to reach a significant positive abnormal return through participation in SEO:s held by companies listed on the Swedish stock exchange over the period 1997-2008, as well as how this abnormal return is affected by a number of variables. Based on existing theories, an empirical analysis will be executed in order to accept or reject the stipulated hypothesis.
- Methodology:** The study's starting point is a buy and hold-study, which will be implemented by a deductive approach. For data gathering, a quantitative methodology will be used. The observed return will be calculated with the CAR-model and then be tested for its significance.
- Theoretical perspectives:** The study mostly consider the theory on adverse selection, as well as its sub-theory about the signaling effect, but also theories regarding capital structure and market efficiency will be applied.
- Conclusion:** Positive abnormal return cannot be reached within one year through systematical participation in SEO: s in order to exploit the discount. Participation in aggressive SEO: s result in a higher return, however not positive. The offered discount can be linked to the quality of the SEO: greater discount leads to lower return. SEO: s implemented in a bull market will give a more positive return. Business sector and the debt-to-equity ratio have effect on the implemented SEO. A positive significant return can be found if cross-over's between variables are used. For example a positive return on approximately 5 % can be found at a two week holding period by participating in SEO:s with modest discounts which are implemented in a bull market.

Sammanfattning

Titel:	Deltagande i nyemission – en buy and hold-strategi
Seminariedatum:	22 december 2009
Kurs:	Examensarbete på kandidatnivå i Corporate Financial Management, 15 ECTS
Författare:	Robin Egerot Erik Hagman Martin Svensson
Handledare:	Måns Kjellsson
Nyckelord:	Nyemission, överavkastning, CAR-modell, signaleffekt, abnormal return.
Syfte:	Syftet med uppsatsen är att undersöka om en investerare kunnat uppnå en signifikant överavkastning genom att delta i nyemissioner hos företag noterade på Stockholmsbörsen mellan 1997-2008, samt hur denna avkastning påverkas av olika variabler. Utifrån existerande teorier kommer en empirisk analys att utföras för att acceptera eller förkasta de hypoteser som ställs upp.
Metod:	Uppsatsen har sin utgångspunkt i en buy and hold-studie, vars ansats är deduktiv. Vid datainsamling kommer en kvantitativ metod att användas. Observerad avkastning kommer att beräknas enligt CAR-modellen för att sedan signifikantstestas.
Teoretisk referensram:	Uppsatsen grundar sig till största del på teorin om adverse selection, samt dess vidareutveckling i signal-teorin, men även teorier om kapitalstruktur och marknadseffektivitet kommer att appliceras.
Empiri:	Urvalet består av företrädesemissioner utförda av företag noterade på Stockholmsbörsen, gjorda mellan januari 1997 och november 2008. Efter bortfall kvarstår 170 nyemissioner, vilka ligger till grund för hypotesprövning.
Resultat:	Positiv abnormal avkastning på upp till ett års sikt kan ej erhållas genom att systematiskt delta i nyemissioner i syfte att dra fördel av lämnad rabatt. Deltagande i nyemissioner av offensiv art resulterar i högre avkastning, dock fortfarande ej positiv. Rabatten som erbjuds vid deltagande i nyemission kan kopplas till emissionens kvalitet, stor rabatt resulterar i sämre avkastning än liten rabatt. Genomförs nyemissionen i en börsuppgång påverkar detta avkastningen positivt. Branschtillhörighet och skuldsättningsgrad påverkar båda avkastningen efter genomförd nyemission. Signifikant överavkastning kan nås genom en kombination av undersökta variabler vid olika holdingperioder.

Begreppsordlista

- Abnormal avkastning – Skillnad mellan observerad och förväntad avkastning
- AFGX – Affärsvärldens Generalindex
- Avstämningsdag – Innehavare av aktier i det emitterande bolaget vid denna dag tilldelas teckningsrätter
- Beta – Värde på hur en akties avkastning beror på marknaden i stort
- Book to market-värde – Bokfört värde på eget kapital i förhållande till marknadsvärde
- BTA – Betald Tecknad Aktie, gör det möjligt att sälja nyköpt emissionsaktie direkt efter nyemission
- Cumulative Abnormal Return (CAR) – Kumulativ abnormal avkastning, den sammanlagda abnormala avkastningen
- Defensiv nyemission – Nyemission vilken syftar till att trygga företagets överlevnad och styrka dess finansiella bas
- Emissionskurs – Priset på de nya aktierna vid nyemission
- Holdingperiod – Den tidsperiod investeraren håller aktierna, det vill säga innehavsperioden
- Kovarians – samvariation mellan två variabler
- Offensiv nyemission – Nyemission som syftar till att finansiera investeringar eller annan expansiv verksamhet
- Ojusterad aktiekurs – Aktiekurs ej justerad för splittar, nyemissioner etc. för att öka historisk kurs jämförbarhet med aktuell aktiekurs
- Prospekt – Innehåller information från företagets sida om en nyemissions praktiska detaljer samt dess motiv och syfte
- Rabatt – Skillnad mellan aktiekurs och emissionskurs med hänsyn till villkoren
- Skuldsättningsgrad – Företags skulder i förhållande till eget kapital
- Teckningsperiod – Den tid då teckningsrätter kan användas för att köpa aktier till emissionskurs
- Teckningsrätt – Rätt att teckna aktie till emissionskurs vid nyemission
- Varians – Spridning vid sannolikhetsfördelning
- Villkor – Visar hur många aktier som krävs för att få köpa x antal nya aktier till emissionskurs vid nyemission

Innehållsförteckning

Innehåll

1 Inledning.....	9
1.1 Bakgrund	9
1.2 Problemdiskussion	10
1.3 Problemformulering	11
1.4 Syfte	12
1.5 Disposition	12
2 Metod	14
2.1 Val av ansats.....	14
2.1.2 Val av metod	15
2.2 Reliabilitet	15
2.3 Validitet.....	16
2.4 Avgränsningar	16
2.5 Datainsamling.....	17
2.5.1 Mall för datainsamling	17
2.5.2 Offensiv respektive defensiv nyemission.....	18
2.5.3 Börsuppgång respektive börsnedgång.....	19
2.5.4 Aktieavkastning.....	19
2.5.5 Nettoresultat	20
2.5.6 Rabatt	20
2.5.7 Abnormal return	20

2.6 Hypotestest	21
2.7 Källkritik	22
2.7.1 Kritik av primärdata	22
2.7.2 Kritik av sekundärdata	23
2.7.3 Hantering av bortfall	24
3 Praktiskt referensram.....	25
3.1 Kapitalanskaffning via nyemission	25
3.1.1 Nyemissionens praktiska genomförande.....	25
3.1.2 Tidsplan vid nyemission.....	25
3.2 Nyemissionens art	26
4 Teoretiskt referensram och tidigare forskning	27
4.1 Tidigare forskning	27
4.2 Effektiva marknadshypotesen	27
4.3 Kapitalstruktur.....	28
4.3.1 Trade off Theory	29
4.4 Adverse selection-teorin.....	29
4.5 Signaleffekter	30
4.5.1 Positiv signaleffekt vid nyemission.....	31
4.6 Kursreaktioner efter nyemission	32
4.7 Pecking order-hypotesen	32
4.8 Hypotes.....	33
5 Empiri.....	35
5.1 Buy and hold-studiens genomförande.....	35

5.1.1 Bortfall	36
5.2 Resultat från studien.....	36
5.2.1 Avkastning samtliga nyemissioner.....	37
5.2.2 Offensiv respektive defensiv nyemission.....	37
5.2.3 Börsuppgång.....	38
5.2.4 Rabattens betydelse	38
5.2.5 Branschtillhörighet och skuldsättningsgrad	39
7 Analys.....	42
7.1 Abnormal avkastning vid nyemission	42
7.2 Offensiva respektive defensiva nyemissioner	43
7.3 Börs klimat	43
7.4 Rabatt	44
7.4.1 Rabatt i olika börs klimat	44
7.5 Bransch.....	45
7.6 Skuldsättningsgrad	46
7.6.1 Skuldsättning i olika börs klimat.....	47
8 Slutsats	48
8.1 Slutsats	48
8.2 Förslag till vidare forskning	49
9 Appendix	51
9 Källförteckning.....	58
9.1 Litteratur.....	58
9.2 Publicerade artiklar	58

9.3 Working paper.....	60
9.4 Elektroniska källor	60
9.5 Databaser	60
9.6 Muntliga källor	60

1 Inledning

Omfattande forskning har utförts inom området nyemissioner, men det finns ändå inget definitivt svar på hur fenomenet ska tolkas. Genomgående i tidigare forskning är att nyemissioner antas föra med sig en negativ signaleffekt, att marknaden reagerar negativt vid dess genomförande, vilket borde resultera i en nedtryckt aktiekurs som en investerare kan exploatera i syfte att uppnå överavkastning. Detta tillsammans med aspekten offensiv/defensiv emission ligger till grund för uppsatsens problemformulering och syfte.

1.1 Bakgrund

Nyemissioner är ett ständigt aktuellt ämne, inte minst nu i finanskrisens efterdyningar. Under 2009 har många företag valt att emittera nya aktier för att få in kapital, till följd av en hårt reglerad och kostsam lånefinansiering, dålig likviditet eller goda möjligheter till aggressiv expansion (Flood, 2009). Nyemissioner är dock långt från ett nytt fenomen, ej heller är dess förekomst begränsad till kristider. Att genomföra nyemission är en möjlighet till kapitalanskaffning för ett företag som söker alternativ till lånefinansiering. Praktiskt innebär nyemissionen att ett företag säljer nya aktier för att öka sitt egna kapital, till skillnad från lånefinansiering innebär en emittering av aktier inget krav på återbetalning från företagets sida. En nyemission är dock ett stort, osäkert projekt med många inblandade och kostar därefter. En studie av nyemissioner i USA under åren 1990 till 1994 visar att fasta kostnader i genomsnitt uppgick till 7.1 % av emissionsbeloppet, att ställa mot lånefinansieringens initiala kostnad på knappt 2 % (Lee, Lochhead, Ritter & Zhaio, 1996 s. 59-74).

Motiven för att göra nyemission är många och beroende av företagets finansieringspolitik i stort (Andrén, Eriksson & Hansson, s. 84). Enligt Per Olsson¹ på Investor Relations talas dock i branschen främst om två grundläggande typer av nyemission: offensiv emission och defensiv emission. Där den offensiva nyemissionen syftar till att finansiera expansiv verksamhet syftar den defensiva till att öka likvida medel för att säkra företagets överlevnad (Herin, 2009). Nyemissionens mångfacetterade natur gör det svårt att säga ifall fenomenet ska betraktas som en positiv eller negativ signal från företagets ledning. Forskare har framfört olika teorier som stöd för den ena eller andra ståndpunkten, traditionellt anses emellertid att

¹Per Olsson VD Investor Relations, e-postkorrespondens den 3 november 2009

besked om nyemissioner tolkas negativt av marknaden med sjunkande aktiekurser som följd (Denis, 1994).

1.2 Problemdiskussion

Det talas ofta om att nyemissioner har en negativ signaleffekt, att marknaden tar emot beskedet om en kommande nyemission som dåliga nyheter. Forskning på den amerikanska marknaden har visat att nyemissioner tenderar att genomföras när ledningen bedömer aktien som övervärderad, till skillnad från andra finansieringsformer som lämpligen utnyttjas då aktien är undervärderad (Baker, Wurgler, 2002). Dessa effekter behandlas i teorin om adverse selection (Ogden & O'connor, s.102) och har empiriskt testats genom den så kallade signalhypotesen (Ross, 1977). I praktiken resulterar detta i att aktiekurser tenderar att sjunka vid annonsering av nyemissioner (Berk & Demarzo, 2007, s.772). Förutom att nyemissioner generellt ses som en dyr kapitalanskaffningsmetod jämfört med den traditionella lånefinansieringen medför de därtill en utspädningseffekt som drabbar aktieägarna, såväl som potentiella agentkostnader till följd av utspritt ägande (Berk, DeMarzo, 2007 s. 929).

Tesen att marknaden reagerar negativt på information om nyemissioner styrks uppenbarligen både av teorin om adverse selection och av omfattande empirisk forskning. Ett intressant tillägg är att marknads negativa syn på nyemissioner är så starkt rotad att aktiekurserna sjunker oavsett hur förtjänstfulla investeringarna emissionen syftar till att finansiera bedöms vara (Denis, 1994). Ett bolag som meddelar att de tänker emittera aktier exempelvis för att finansiera ett företagsförvärv eller en utlandsetablering, en offensiv emission, möter alltså enligt denna teori likväl negativ respons från marknaden.

Nyemissioner behöver dock inte vara en dålig affär för berörda parter. På lång sikt påverkas aktiekursen av hur väl de investeringar emissionen var avsedd att finansiera slagit ut. En nyemission som syftar till att finansiera en investering kan i framtiden generera positiva kassaflöden och således bli lönsam, förutsatt att investeringen slår väl ut (Andrén, Eriksson & Hansson, s. 85). Bayless, Price och Smoller (2005) bygger under detta påstående genom att visa att företag som ökat sina investeringar efter genomförd nyemission på sikt uppvisar bättre resultat än företag som istället skär ner på sina investeringar.

Nyemissioner, offensiva såväl som defensiva, kan även tolkas som något positivt då kostnader för finansiell stress minskar när belåningsgraden sjunker till förmån för ett ökat eget kapital (Berk & DeMarzo, 2007, s. 511-512). Tillväxt- och förväntningsföretag löper högre risk att drabbas av finansiell stress då deras framtida kassaflöden ofta är osäkra. Traditionellt anses

därför att dessa företags finansiering till stor del bör bestå av eget kapital, varför nyemissioner hos dessa inte bör vara förknippade med en negativ signaleffekt i samma utsträckning som hos andra företag. (Berens & Cuny, 1995).

Då marknaden reagerar negativt även på nyheten om offensiva nyemissioner, trots att de ofta kan bli lönsamma på sikt, bör ett rimligt antagande vara att aktiekursen i fråga kan betraktas som oproportionerligt låg vid avstämningsdagen. Uppsatsen kommer därför att undersöka om en investerare verksam på den svenska marknaden kan uppnå en signifikant överavkastning, upp till ett års sikt, genom att systematiskt delta i nyemissioner.

Tidsperioden har valts av många olika anledningar. Flera tidigare studier påvisar att aktiekurser tenderar reagera negativt på lång sikt efter genomförd nyemission, varför detta område upplevs som tillräckligt behandlat. Den negativa signaleffekt en nyemission för med sig, berättigad eller ej, möts av snabba reaktioner från marknaden. Uppsatsen utgår från att en rekyl på dessa förhastade reaktioner bör kunna iakttas, vilken rimligen borde infinna sig i en nära framtid. Vidare bedöms ett år vara en lämplig tidperiod beträffande datainsamling för en uppsats av denna storlek, då dagsdata kommer att användas blir insamlingsarbetet mycket omfattande som det är. Slutligen kan den korta sikten förklaras bra med Keynes klassiska tes: ” *The long run is a misleading guide to current affairs. In the long run we are all dead*”.

Studien kommer att undersöka vilken holdingperiod som bäst lämpar sig för en investerare vars mål är att vinstmaximera i samband med nyemissioner genom att dra fördel av villkor och rabatt, men framförallt om dessa resultat skiljer sig åt mellan offensiva och defensiva nyemissioner.

1.3 Problemformulering

Det problem som skall undersökas i uppsatsen är om en placerare kan uppnå signifikant överavkastning genom att delta i nyemissioner, samt om några skillnader i detta resultat kan iakttas utifrån emissionens typ (offensiv eller defensiv), rabattens storlek, skuldsättningsgrad och rådande börsklimat.

De frågor som skall besvaras är:

- Kan en signifikant överavkastning iakttas för en investerare som deltar i nyemissioner?
- Vilken holdingperiod, upp till ett år, skall en vinstmaximerande investerare i så fall använda sig av?

- Ändras resultatet om företagen delas in efter emissionens art, dvs. om den är offensiv eller defensiv?
- Till vilken grad kan eventuella resultat påverkas av variabler såsom branschtillhörighet, emissionsrabatt, börsuppgång et cetera?

1.4 Syfte

Syftet med uppsatsen är att undersöka om en investerare kunnat uppnå en signifikant överavkastning genom att delta i nyemissioner hos företag noterade på Stockholmsbörsen mellan 1997-2008, samt hur denna avkastning påverkas av olika variabler. Utifrån existerande teorier kommer en empirisk analys att utföras för att acceptera eller förkasta de hypoteser som ställs upp.

1.5 Disposition

Uppsatsen är uppställd i fem kapitel. I början på varje kapitel finns en kort sammanfattning över vad som kommer att avhandlas för att underlätta för läsaren.

1. Inledning	I detta avsnitt presenteras de bakomliggande faktorer som ligger till grund för uppsatsen. Författarna diskuterar problemet och gör läsaren uppmärksam på varför detta är intressant att undersöka.
2. Metodavsnitt	Här får läsaren ta del av vilken metod som använts samt hur nödvändig data har samlats in och använts.
3. Praktisk referensram	Läsaren ges större inblick i fenomenet nyemissioner och dess genomförande.
4. Teoretisk referensram och tidigare forskning	Läsaren får nödvändiga modeller, teorier samt tidigare forskning förklarad för sig. Dessa kommer senare att användas för att analysera den data som samlats in. Kapitlet avslutat med att de hypoteser som ligger till grund för analysen formuleras.
5. Empiri	Genomförande, insamling och resultat av

	data redovisas.
6. Analys	I analysen tolkas de empiriska resultaten, sätts i kontext, och diskuteras utifrån tidigare stipulerade referensramar.
7. Slutsats	Här presenteras de slutsatser författarna kan dra utifrån analysen.

2 Metod

Studiens ansats är deduktiv och en kvantitativ metod för datainsamling används. Undersökningsområdet avgränsas till att omfatta företag listade på Stockholmsbörsen under åren 1997-2008, efter rensning 170 stycken. Dessa analyseras utifrån en CAR-modell och resultaten testas med hjälp av z- och t-test.

2.1 Val av ansats

I uppsatsen kommer en deduktiv ansats användas, vilket betyder att förhållandet mellan teori och praktik ska undersökas. Med ursprung i känd fakta inom ett visst område, det vill säga redan utformade teorier, skapas en hypotes som ligger till grund för undersökningen. Detta till skillnad mot ett induktivt angreppssätt där målet med forskningen är att forma en teori som förklarar det undersökta ämnet. (Bryman & Bell, 2003, s.23)

Tillvägagångssättet utformas förslagsvis enligt följande:

Teori → Hypotes → Undersökningsdesign → Datainsamling → Tillämpning av undersökningsinstrument för datainsamling → Bearbetning av data → Analys av data → Resultat och slutsatser som bekräftar eller förkastar hypotesen → Teorin revideras

Ett viktigt steg i en kvantitativ metod är att deducera en hypotes utifrån från teorin som därefter testas (Bryman & Bell, 2003, s.86). Sista steget i en deduktiv forskningsprocess är sedan att analysera vad slutsatsen får för resultat för den redan befintliga teorin. I uppsatsens fall består hypotesen i antagandet om över- eller underavkastning i samband med nyemissioner.

Ytterligare förklaring till arbetsmetoden illustreras i denna figur av Brooks (2005), som visar hur uppsatsens modell bör byggas.

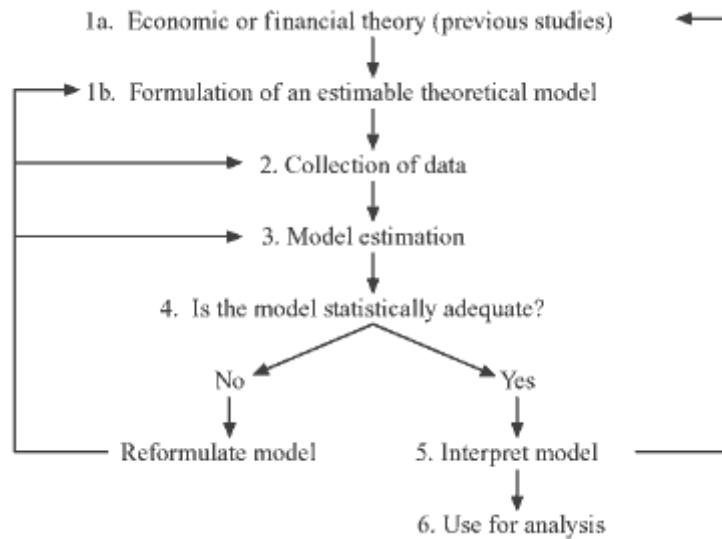


Fig. 1 (Brooks, 2005, s.8)

2.1.2 Val av metod

En buy and hold-studie kommer att genomföras, och dess resultat analyseras, för att utröna om hypotesen kan accepteras eller förkastas. Studien består i att de nyemissioner som utförts av företag listade på NasdaqOMX Nordic (Stockholmsbörsen) under perioden januari 1997 till november 2008 undersöks.

Uppsatsen kommer att utgå från en kvantitativ forskningsmetod för att besvara problemformuleringen. Bryman och Bell definierar en kvantitativ forskningsmetod som *"insamling av numerisk data där relationen mellan teori och forskning är av ett deduktivt slag"* (Bryman & Bell, 2003 s.85). Kvantitativa studier innebär således en forskningsstrategi där kvantifiering vid insamling och analys av data står i fokus.

2.2 Reliabilitet

Begreppet reliabilitet rör frågan om hur en undersöknings resultat får samma utfall om undersökningen skulle repeteras eller om resultatet skulle få annat utfall på grund av slumpmässiga variabler (Bryman & Bell, 2003, s.48). I kvantitativa studier är reliabiliteten viktig för att garantera att data och de undersökningsmetoder som används är stabila och ger ett rättvisande resultat, det vill säga noggrannheten i mätningar och observationer som har utförts under arbetets gång.

Data som samlats in i denna uppsats kommer uteslutande från källor som kan anses vara rättvisande och med hög grad av pålitlighet, Thomson Datastreams databas och väl ansedda finansiella tidskrifter och läroböcker. För att öka reliabiliteten i uppsatsen har ett antal företag

rensats bort, det kan röra sig om speciellt utformade typer av nyemissioner eller avsaknad av väsentlig data vilket skulle kunna ge ett missvisande resultat. När data rensas bort får bortfallet inte vara systematiskt, eftersom detta kraftigt kan skada forskningens trovärdighet (Bryman & Bell, 2003, s.66). Studiens underlag förefaller dock inte vara drabbat av systematiska bortfall, vilket även kommer redovisas i en bortfallsmatris.

2.3 Validitet

Validitet mäter hur väl de metoder som utformats för att undersöka ett begrepp verkligen mäter det författaren har för avsikt att mäta. För läsaren rör validitet frågan om de indikatorer som används i uppsatsen utformats på ett sätt så att de verkligen mäter författarnas önskemål. (Bryman & Bell, 2003, s.95). För att sträva efter att en hög validitet ska uppnås kommer så långt som möjligt centrala begrepp i studien att utförligt förklaras för läsaren. Vid mätningar kommer de olika stegen också att vidare förklaras. Hypoteserna deduceras utifrån en mängd olika, och ofta överlappande, källor. I de flesta fall hämtas information från flera olika källor, för att ytterligare styrka uppsatsens validitet.

2.4 Avgränsningar

Omfattande forskning på kursreaktioner i samband med nyemissioner har utförts i USA, men liknande forskning på den svenska marknaden har visat sig vara begränsad. Den enda omfattande studien på området genomfördes 1994 av Johan Molin, som inte kunde fastställa att något signifikant samband förelåg mellan nyemissioner och abnormala kursreaktioner (Molin, 1996). Mycket har emellertid hänt sedan 1994 vilket bidrar till att stärka uppsatsens existensberättigande. Undersökningen kommer alltså att avgränsas till att behandla den svenska marknaden, men inom denna marknad kommer ytterligare avgränsningar vara nödvändiga. Studien kommer bara att innefatta företag som gjort nyemission när de varit listade på någon av Stockholmsbörsens listor mellan januari 1997 till november 2008. Detta för att säkra datatillgången samtidigt som inte urvalet blir ohanterligt stort. Tidsperioden har valts för att både hög- och lågkonjunkturers påverkan ska inkluderas, för att ge ett tillförlitligt resultat.

Avgränsningar har även gjorts beträffande typ av emission. Den riktade emissionen skiljer sig genom att den, som namnet antyder, enbart vänder sig till en speciell grupp (vanligtvis storägare eller stora utomstående aktörer). Vid företrädesemissioner erbjuds befintliga aktieägare att teckna nya aktier i förhållande till sitt tidigare innehav. Uppsatsen ämnar av

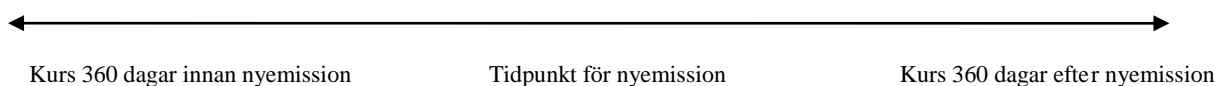
förklarliga skäl enbart behandla företrädesemissioner, då ett eventuellt resultat ska kunna gagna alla investerare.

2.5 Datainsamling

Data samlas således in ifrån företag som mellan januari 1997 till november 2008 genomfört en eller flera företrädesemissioner. De aktuella bolagen kommer hämtas från NasdaqOMX Nordics register över "Corporate Actions" i Sverige (NasdaqOMX Nordic, 2009). Studien omfattar enbart företag som vid den aktuella tidpunkten var listad på någon av NasdaqOMXs listor, vilket dock innebär att de i dagsläget kan vara listade någon annanstans, eller oftare förekommande, inte noterade alls.

2.5.1 Mall för datainsamling

Tidshorisont



För att kunna ge en rättvisande bild av kursrörelser i samband med nyemissioner används en tidsperiod på ett år innan samt ett år efter nyemissionens genomförande.

Mall för datainsamling

Bransch, nyckeltal	Bransch, skuldsättningsgrad och book to market-värde samlas in för att användas som kontrollvariabler.
Avstämningsdagen t-3 dagar	Sista dagen det är möjligt att köpa bolagets aktie för att bli tilldelad teckningsrätter. Då det tar tre dagar för att bli registrerad som ägare i aktieboken blir tre dagar innan avstämningsdagen de facto den sista dagen aktier kan köpas för att få rätt att teckna sig i emissionen
Kursutveckling ett år innan emission	Ojusterad dagsdata över kursutveckling för bolagets aktie.
Kursutveckling ett år efter emission	Ojusterad dagsdata över kursutveckling för bolagets aktie.

Emissionskurs och villkor	Den kurs de nya aktierna får till. Villkoren talar om hur många teckningsrätter som tilldelas i förhållande till innehav (<i>Exempelvis villkor 1:2 innebär att för två nuvarande aktier ges en ny teckningsrätt</i>)
Kurs sista teckningsdag t+3 dagar	Sista teckningsdag anges i prospektet. Nytecknade aktier kan säljas först tre dagar efter sista teckningsdag
Kursutveckling index ett år innan emission	Används för att skatta ett betavärde. Som index används Affärsvärldens generalindex (<i>index hämtat från Thompson Datastream</i>)
Kursutveckling index ett år efter emission	För att kunna jämföra hur bolagets aktiekurs har utvecklats sig i förhållande till index på marknaden. Som index används Affärsvärldens generalindex (<i>index hämtat från Thompson Datastream</i>)

Samtliga kurser för bolagen har inhämtats från Thompson Datastream, där kurser finns tillgängliga både för bolag som fortfarande är noterade och bolag som av olika anledningar inte längre är det. Kurser som inhämtats från Thompson Datastream är ojusterade för nyemissioner, split och liknande för att data skall vara så jämförbara som möjligt. För att jämföra enskilda bolags aktier med marknadens rörelser har Affärsvärldens generalindex (AFGX) använts. Även detta är inhämtat från Thompson Datastream, för att få en överensstämmande datumserie och undvika problem med asymmetrisk handel och röda dagar.

2.5.2 Offensiv respektive defensiv nyemission

Klassningen offensiva/defensiva nyemissioner är inte allmänt vedertagen inom finanslitteraturen, men förefaller användas flitigt inom branschen. Ett system för klassning måste därför konstrueras.

Information som ligger till grund för denna klassning erhålls genom att granska såväl prospekt som book to market-värden. Till offensiva emissioner räknas de som i prospektet uppger att

syfta till att finansiera företagsförvärv, utlandsetablering eller andra större investeringar som kan förväntas skapa positiva framtida kassaflöden. Då klassningen inte medger några mellanting kommer de defensiva nyemissionerna utgöras av dem som inte passar in på ovanstående beskrivning. Typiska defensiva nyemissioner syftar till att förstärka kapitalbasen, finansiera sparpaket eller på andra sätt trygga företagets fortlevnad.

I de fall prospekten inte explicit uttalar vad emissionen skall finansiera kommer företagets book to market-värde användas som underlag till klassningen. En indelning på offensiv och defensiv kommer även att genomföras utifrån book to market-värden för att kontrollera att indelning efter prospekt inte ger en missvisande bild till följd av tolkningsfel eller försköning från företagsledningens sida.

2.5.3 Börsuppgång respektive börsnedgång

För att kunna klassa det rådande börsklimatet vid genomförandetidpunkten för nyemissionerna kommer Affärsvärldens generalindex att användas. Börsuppgång (nedgång) anses råda då det skett en tydlig uppgång (nedgång) under åtminstone två månaders tid.

2.5.4 Aktieavkastning

För att påvisa eventuell över eller underavkastning i samband med nyemissionen beräknas avkastningen för aktien på dagsdata ett år före och ett år efter nyemissionen. Avkastningen beräknas med hjälp av logaritmerade värden för att undvika att resultatet blir allt för påverkade av autokorrelation.

$$\text{Avkastning} = \ln P_1 - \ln P_0$$

(Brooks, 2002, s.8)

\ln = naturliga logaritmen

P_1 = priset för aktien vid tidpunkt ett

P_0 = priset för aktien vid tidpunkt noll

För att sedan beräkna eventuell över eller underavkastning behövs ett mått på risk, ett skattat betavärde används därför för att rensa bort den del av aktiekursens rörelse som beror på marknadens rörelser. Beta skattas genom att kovariansen mellan avkastningen för aktien (R_i) och Affärsvärldens generalindex (R_m) divideras med variansen för Affärsvärldens generalindex $\text{Var}(R_m)$. Genom att använda sig av beta i beräkningarna tas även hänsyn till

den risk som aktien har i förhållande till marknaden. Samtliga mått räknas fram genom dagsdata.

$$\beta_i = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}$$

(Elton & Gruber, 2003, s.299)

2.5.5 Nettoresultat

För att beräkna avkastningen för en investerare som köper aktier den sista köpdagen innan avstämningsdagen i syfte att få delta i en nyemission måste hänsyn tas till emissionens villkor och kurs. För att spegla rabattens inverkan på avkastningen har en formel konstruerats i syfte att justera de observerade aktiekurserna:

Justerat värde på aktien

$$\begin{aligned} &= \text{observerad aktiekurs} * (\text{antal gamla aktier} + \text{antal nya aktier}) \\ &- \text{emissionskurs} * \text{antal nya aktier} \end{aligned}$$

Se appendix 1 för utförligare förklaring med exemplifiering.

2.5.6 Rabatt

Den rabatt som kommer användas i denna studie kommer ta hänsyn till dels emissionskurs men även villkor för att få fram den faktiska rabatten som är aktuell för en investerare.

$$\frac{\left(\frac{\text{Nya Aktier}}{\text{Gamla aktier}} \right) * (\text{aktiekurs} - \text{emissionskurs})}{\text{Aktiekurs}}$$

2.5.7 Abnormal return

Abnormal return, det vill säga över- eller underavkastning, beräknas för att erhålla en akties faktiska värdeökning utöver dess förväntade avkastning. Den förväntade avkastningen kan beräknas med hjälp av ett marknadsindex. (Elton & Gruber, 2003, s.423)

Med hjälp av ett skattat beta, aktiens avkastning och Affärsvärldens generalindex kommer eventuell över- eller underavkastning beräknas med hjälp av följande formel

$$\text{Överavkastning} = \ln\left(\frac{P_{i(1+t)}}{P_{mt}}\right) - \beta \left[\left(\frac{P_{m(1+t)}}{P_{mt}}\right)\right]$$

P_i = aktiekurs för aktien

P_m = indexkurs för Affärsvärldens generalindex

I uppsatsen kommer en CAR-metod (Cumulative Abnormal Return) att användas för att beräkna eventuell kumulativ över- eller underavkastning:

$$CAR_t = \sum_{t=t_0}^{t_1} AR_t$$

CAR_t = Kumulativ överavkastning (Cumulativ Abnormal return) vid tidpunkten t.

AR_t = Abnormal return vid tidpunkten t.

2.6 Hypotestest

För att testa tillförlitligheten i studiens resultat kommer test av den uppställda hypotesen att genomföras. Det finns två dominerande sorters hypotestest, z-test och t-test, där en uppställd hypotes prövas mot observerade medelvärden från studien. Testen visar om resultatet, i detta fall den abnormala avkastningen, är signifikant skiljd från noll. Med andra ord om den observerade överavkastningen är slumpmässig eller ej. Z-test används vid stora stickprov och t-test används vid små. Eftersom testen i princip visar samma resultat för stickprov som överstiger 50 observationer kommer t-test att användas då antalet observationer understiger denna gräns. I övriga fall kommer z-test att genomföras. (Thomas, 2005, s. 158-159)

Hypoteserna som kommer att ställas upp kommer att anta följande utseende:

$$H_0: \mu = 0$$

$$H_1: \mu \neq 0$$

Vid hypotesprövning kommer ett 95 procentigt konfidensintervall att användas. Är överavkastningen signifikant skiljd från noll förkastas nollhypotesen, vilket innebär att den överavkastning som observerats är statistiskt säkerställd på en 95 procentig signifikansnivå. Denna signifikansnivå kallas för enstjärnig signifikans, men även tvåstjärnig (99 %) och

trestjärnig (99,9%) signifikans kommer att visas i de fall då detta är aktuellt. (Körner & Wahlgren, 2006, s. 191)

Z (t) test kommer att genomföras enligt följande formel:

$$Z(t) = \frac{\overline{CAR}}{\frac{\sigma CAR}{\sqrt{n}}}$$

(Wooldridge, 2006, s. 791)

Testen som genomförs är tvåsidiga till följd av hypotesens art, avkastningen kan anta positiva eller negativa värden. Standard för hypotesprövning vid vetenskapliga studier är att använda sig av en signifikansnivå på 95 %. Ett dubbelsidigt t-test på en 95 procentig signifikansnivå innebär att nollhypotesen förkastas vid z-värden mindre än -1,96 eller större än 1,96. Vid t-test förkastas hypotesen vid olika t-värden beroende på antalet frihetsgrader, vilka är en direkt funktion av urvalets storlek. (Wooldridge, 2006, s. 793)

Vid arbete med hypotesprövning kan två standardfel inträffa, Typ-I-fel och Typ-II-fel. Typ-I-fel uppstår då nollhypotesen förkastas trots att den är sann, medan Typ-II-fel uppstår att nollhypotesen accepteras trots att den är falsk (Aczel, 2002, s. 287)

2.7 Källkritik

Då uppsatsen använder sig av flera källor, både primära- och sekundära, är ett kritiskt förhållningssätt till dessa viktigt. De faktorer som ligger till grund för ett källkritiskt perspektiv är observation, ursprung, tolkning och användbarhet (Holme & Solvang, 1997, s.124).

2.7.1 Kritik av primärdata

Till viss del har primärdata används som källa i uppsatsen, detta kan exempelvis röra sig om granskning av de prospekt företagen lämnar ut i samband med nyemission. Vid arbete med primärdata är det extra viktigt med ett kritiskt förhållningssätt för att inte låta subjektiva åsikter avsiktligt missvisande information störa resultatet.

De prospekt som granskats har legat till grund för klassningen av emissionens typ, offensiv eller defensiv. Det ligger i företagets intresse att en nyemission fulltecknas, varför det finns

risk att ledningen väljer att försköna de motiv som ligger till grund för emissionen. Ett kritiskt förhållningssätt måste därför iakttas, och book to market-värden kommer även att användas för att kontrollera klassningen. Om ett prospekt anger att nyemissionen är offensiv medan företagets book to market-värde är högt finns anledning att mer ingående granska motivet till emissionen.

2.7.2 Kritik av sekundärdata

Till största delen kommer sekundärdata att användas, bland annat i form av inhämtade aktiekurser, nyckeltal och dylikt. Samtliga aktiekurser, nyckeltal, emissionsvillkor och datum är inhämtade från Thomson Datastream och NasdaqOMXNordics hemsida, vilket i båda fall kan ses som källor med hög tillförlitlighet och gott anseende.

Vid insamling av större mängder data kan emellertid systematiska eller slumpmässiga fel uppstå. Nedan följer en lista över kritiska punkter vid insamling av sekundärdata:

1. Urvalsfel	Urvalsfel kan uppstå då det finns en risk att urvalet inte är representativt. Vid mindre studier är det osannolikt att få ett helt representativt urval uppnås trots att författaren använder sig av sannolikhetsurval.
2. Samplingsrelaterade fel	Samplingsfel uppstår när en allt för snäv urvalsram har använts, eller när bortfallet är stort.
3. Fel vid datainsamling	Felkälla som innebär att själva genomförandet av datainsamlingen är felaktigt utformad.
4. Fel vid databearbetning	Felaktig databearbetning innebär att data som samlats in hanteras på ett felaktigt sätt som får till följd att den sedan tolkas fel.

(Källa Bryman & Bell, 2007)

Störst risk för fel vid datainsamling beror på att slumpvisa fel vid datainsamlingen kan uppkomma. Det finns vidare även en risk att de kurser som inhämtats från Thomson Datastream kan innehålla fel som sedan påverkar vårt resultat.

2.7.3 Hantering av bortfall

Utifrån NasdaqOMXs lista har en rensning gjorts för bolag som inte genomfört en helt ren företrädesemission, exempelvis bolag som kombinerat nyemission med optionsprogram eller annat komplext förfarande. Detta innebär att emissionens utfall inte kan jämföras med andra emissioner, varför dessa bolag bortses från. Vidare har bolag där tillräcklig data inte har kunnat samlas in rensats bort, det rör sig exempelvis om nyemissioner där viktiga datum eller aktiekurser saknas. Samtliga företag som rensats bort finns dock slumpvis utspridda mellan åren och är få till antalet.

De faktorer som ligger till grund för rensningen specificeras nedan.

1. *Viktiga datum gällande avstämningsdag eller teckningsdagar saknas.* Detta innebär att någon exakt aktiekurs inte kan fastställas vid de olika dagarna vilket skulle störa resultatet mer än ett bortfall.
2. *Bolaget har genomfört någon form av kombinerad nyemission, vanligast en kombination mellan nyemission och optionsprogram.* Då optionerna skulle behöva räknas om och värderas för att vara jämförbara mot andra företag bortses från dessa.
3. *För kort framtida tidshorisont.* Då data samlas in hämtas historiska kurser ett år innan samt ett år efter emissionens genomförande. Fem bolag som genomfört nyemission i slutet av år 2008 faller bort på grund av att tidshorisonten framåt är för kort.
4. *För kort historisk tidshorisont.* Företag genomför nyemission inom ett år efter börsintroduktion.
5. *Aktiekurser saknas samt emissionskrock.* I några få fall finns inte aktuella aktiekurser tillgängliga genom Datastream, i och med detta har de rensats bort från insamlad data. Likaså har företag som genomfört två eller flera nyemissioner inom samma tidsperiod rensats bort.

Bortfallen kommer att presenteras utförligare i en bortfallsmatris under empirikapitlet.

3 Praktiskt referensram

Den vanligaste typen av nyemission är kontantemission med företräde för befintliga aktieägare. En nyemission är ofta en lång och omständlig process som tar sin start vid företagets bolagsstämma. Motiv och bakgrund varierar, men två huvudtyper av nyemissioner kan urskiljas: offensiv och defensiv.

3.1 Kapitalanskaffning via nyemission

Nyemissioner delas upp i två former, kontant- och apportemission. Nästan uteslutande vanligast förekommande är kontantemission där företaget tar in pengar i form av eget kapital från sina aktieägare som i ersättning erhåller fler aktier i bolaget. Vid apportemission ökar företagets egna kapital genom att de nya aktierna betalas med icke likvida tillgångar, exempelvis fastigheter eller inventarier. (Andrén, Eriksson & Hansson, 2005, s.78)

Nyemissioner kan vidare genomföras genom ett riktat eller företrädesförfarande. Vid en riktad nyemission väljer företaget att erbjuda en viss grupp investerare att delta i emissionen, vanligtvis storägare eller större investerare som inte behöver äga aktier i bolaget sedan tidigare. Betydligt vanligare är företrädesemissionen där redan befintliga aktieägare erbjuds att teckna aktier i proportion till sitt nuvarande innehav. Antalet aktier som befintlig aktieägare tillåts att teckna beror på villkoren för emissionen. (ABL 4 kap. 2§)

3.1.1 Nyemissionens praktiska genomförande

Till grund för en nyemission krävs ett godkännande av bolagets årsstämma, där styrelsen bemyndigas att genomföra emissionen. Enligt lag är företaget skyldigt att informera aktieägare genom ett nyemissionsprospekt, där bland annat redovisningshandlingar, villkor, tidsplan och företagets ställning i branschen skall återges. Företaget bör även i prospektet redovisa vad pengarna skall användas till (Andrén, Eriksson & Hansson, 2005, s.78). Aktieägaren tar sedan ställning till om denne vill delta i emissionen eller ej, varpå han antingen utnyttjar sina teckningsrätter eller väljer att sälja dem vidare. När emissionsbeloppet är inbetalat hamnar sedan de nytecknade aktierna på aktieägarens VPC konto.

3.1.2 Tidsplan vid nyemission

Beslut om en nyemission fattas på företagets ordinarie eller extrakallade bolagsstämma. Där fattas även beslut om tidsplan för genomförandet av själva emissionen. Normalt sker avstämningsdagen, den dag då avstämmning sker för att erbjuda befintliga aktieägare teckningsrätter, inom en vecka efter företagets bolagsstämma. Antal dagar som aktieägarna

har att agera varierar från bolag till bolag, men normalt rör det sig om 14 dagar. Efter att emissionsbeloppet för tecknade aktier betalats in erhåller aktieägaren såkallade BTA, betalad tecknad aktie, innan de normala aktierna finns tillgängliga (Aktiespararna, 2009). BTA kan i praktiken handlas som en vanlig aktie.

3.2 Nyemissionens art

En nyemission kan vara offensiv eller defensiv. Den offensiva nyemissionen syftar till att finansiera expansiva investeringar, företagsförvärv, utlandsetableringar, utvidgning av produktsortiment et cetera. En emission av denna typ genomförs när företaget växer snabbare än dess kapitalbas medger.

En defensiv emission, precis som namnet antyder, utförs av företag som på ett eller annat sätt behöver kapital för att finansiera sin egen överlevnad. Klassiska exempel här är att finansiera sparåtgärder, trygga kapitalbasen eller helt enkelt betala företagets löpande utgifter.²

² Per Olsson VD Investor Relations, e-postkorrespondens den 3 november 2009

4 Teoretiskt referensram och tidigare forskning

Tidigare forskning som behandlar nyemissioner har ofta sin grund i den effektiva marknadshypotesen, Modigliani och Millers teori om kapitalstruktur, Akerlofs teori om adverse selection samt Ross påbyggnad av denna: signalhypotesen. Fokus i tidigare empirisk forskning ligger på nyemissioners negativa signaleffekt och aktiekursers utveckling efter genomförd emission, positiv eller ej. Utifrån presenterade finansiella teorier och tidigare forskning formas studiens hypoteser.

4.1 Tidigare forskning

Nyemissioner är sedan tidigare ett väl undersökt och avhandlat område. Fokus för tidigare empiriska studier ligger ofta på undersökning av kursreaktioner och signaleffekter, både i samband med offentliggörande och i ett långsiktigt perspektiv. Vidare behandlar den tidigare forskningen till största del den amerikanska marknaden. (Denis, 1994)

De flesta studier som utförts bygger på några klassiska finansiella teorier, som kommer presenteras nedan tillsammans med ett urval av empirisk forskning som sedan ligger till grund för att deducera hypotesen.

4.2 Effektiva marknadshypotesen

Sedan länge har konceptet med en effektiv kapitalmarknad varit ett av de dominerande inslagen i finansiell forskning, innebörden är att vid en effektiv marknad speglar priset på värdepapper till fullo all tillgänglig information (Elton & Gruber 2003, s. 402). Alla tillgångar kommer på en effektiv marknad därför att prissättas efter dess framtida avkastning, grad av risk och utifrån denna en lämplig diskonteringsränta för framtida kassaflöden. Förväntad avkastning för en investering är då lika med kapitalkostnaden för investeringen, dess nuvärde är alltså alltid noll (Berk & DeMarzo, 2007, s.313). Kontentan av teorin är att då fullständig marknadseffektivitet råder kan ingen investerare uppnå högre avkastning på en aktie genom att utnyttja informationsfördelar, eftersom dessa följaktligen inte existerar (Elton & Gruber 2003, s. 404).

Enligt den effektiva marknadshypotesens grundare, Fama, kan marknadseffektivitet beskrivas som svag, halvstark, eller stark (Fama, 1970). Svag marknadseffektivitet råder när handelshistorik återspeglas i aktiepriset, i form av aktiekurshistorik, handelsvolym och korta räntor. Denna information är lättåtkomlig och entydig, vilket leder till att investerare tolkar

och därefter agerar på ett likvärdigt sätt. Vid en svagt effektiv marknad är det således inte möjligt att uppnå en riskjusterad överavkastning genom analys av historisk information. (Fama, 1970)

Vid halvstark marknadseffektivitet finns enligt Fama (1970) all offentlig publik information reflekterad i aktiepriset. Det rör sig då om information som årsredovisningar, prognoser och all övrig information som finns tillgängligt på marknaden (Fama, 1970). En investerare kan därmed inte slå marknaden ens genom att analysera kända fundamenta.

Vid en stark marknadseffektivitet är all information som rör företaget återspeglad i aktiepriset. Detta innebär att riskjusterad överkastning inte kan uppnås ens om besitter insiderinformation, eftersom denna finns tillgänglig för alla aktörer på marknaden. (Fama 1970)

Vanligen görs antagandet att marknaderna världen över är halvstarkt effektiva. Information kan idag med hjälp av utveckling och teknik spridas mycket snabbt och effektivt vilket gör att aktiekurserna i stort alltid reflekterar all tillgänglig publik information. Enligt den effektiva marknadshypotesen ska en akties pris vid nyheten om en nyemission redan reflektera den information som annonseringen innebär. (Marsh, 1979)

4.3 Kapitalstruktur

Modiglianis och Millers (1958) klassiska teori om kapitalstrukturens obefintliga påverkan på företags värdering bygger på ett antal antaganden, där bortseende av skatter, agentkostnader och kostnader till följd av finansiell stress tillsammans med perfekt rådande marknadseffektivitet är grundläggande. Informationen är symmetrisk och alla individer har samma perceptioner. Istället för kapitalstruktur är det i detta fall företagets investeringsverksamhet som bestämmer dess värde, vilket rimligen inte påverkas av olika finansieringsformer. Olika finansieringsformer medför olika mycket risk, och i proportion till detta bör investerare kräva olika hög avkastning som kompensation. (Berk & DeMarzo, 2007, s. 450).

Baker och Wurgler (2002) utgår i studien "Market Timing And Capital Structure" från Modiglianis och Millers teori, för att undersöka hur marknaden tolkar förändring av kapitalstruktur. Författarna kan dock inte se några samband mellan marknadens reaktion runt offentliggörandet av nyemission och förändring av kapitalstruktur. Likt Baker och Wurgler bekräftar även Asquith och Mullins (1985) empiriskt att kursreaktioner i samband med

nyemissioner inte kan förklaras med förändringarna i kapitalstrukturen, istället förklaras resultaten av den negativa signaleffekt som nyemissioner innebär.

Vid nyemission är val av tidpunkt och marknadens värdering av företaget vid denna tidpunkt avgörande. Genom att använda sig av ett book to market-värde görs en klassificering av företagets värde på marknaden, där ett högt book to market-värde visar på en hög värdering på marknaden och vice versa. Företag med låg skuldsättningsgrad tenderar att genomföra nyemission vid hög värdering, medan företag med en hög skuldsättningsgrad oftare genomför nyemission vid en låg värdering. (Baker & Wurgler, 2002)

4.3.1 Trade off Theory

Trade off-teorin tar sin utgångspunkt i att företag har olika optimala kapitalstrukturer. Hög skuldsättning innebär högre risk och, i utbyte, högre avkastning. Skuldsättning skapar även en skattesköld som skyddar företagets kassaflöden mot skatter. Den ökning i risk belåning innebär för dock med sig kostnader för finansiell stress, den oro marknaden har inför en eventuell konkurs. (Berk & DeMarzo, 2007, s. 501-503)

Ett företags värde bedöms enligt trade off-teorin som:

$$V^L = V^U + PV(\text{interest tax shield}) - PV(\text{financial distress cost})$$

Där V^L = bolagets värde med skuldsättning och V^U = bolagets värde utan skuldsättning

Utifrån detta kan slutsatsen dras att aspekter som bransch, livscykel, risk, typ av verksamhet et cetera. spelar in vid beslut om kapitalstruktur. En för hög skuldsättning leder till att kostnaderna för finansiell stress ökar, och överstiger det positiva värde som skatteskölden skapar. Vidare kan en för hög skuldsättning ge upphov till agentkostnader när långivarna får inflytande över företaget. (Berk & DeMarzo, 2007, s. 501-503)

4.4 Adverse selection-teorin

Den effektiva marknadshypotesen gör som ovan nämnt antagandet att allt är korrekt prissatt på marknaden, det vill säga att ett företags tillgångar och skulder är värderade till dess verkliga värde. I verkligheten existerar dock ett asymmetriskt informationsförhållande mellan företagets ledning och investerare då ledningen har betydligt större inblick i företaget och dess finansiella hälsa (Ogden & O'Connor, 2003 s.103). Detta informationsförhållande kan innebära ett problem för både säljare och köpare.

En säljare besitter normalt sett information om sin produkt, som kunden inte känner till. Köparen kommer därför att utgå ifrån att produkten är undermålig och att priset är för högt, annars hade inte säljaren bjudit ut sin produkt till försäljning i första ledet. För att kompensera sin brist på information, väsentlig eller ej, kommer kunden vilja betala ett lägre pris än vad som hade varit fallet i en situation med perfekt informationsspridning. Utifrån detta dilemma formades teorin om adverse selection. (Akerlof, 1970)

Samma förhållande råder mellan investerare och företag, där företagsledningen besitter mer information än investeraren (Berk & DeMarzo, 2007, s.514). Offentliggörandet av en nyemission tas ofta emot av sjunkande aktiekurs just för att marknaden inte har lika mycket information som ledningen, och därför prisar in risken för att ledningen känner till en potentiellt negativ framtida nyhet (Myers & Majluf, 1984). Då nyemissioner, till följd av dess höga kostnader, ofta ses som sista utvägen till finansiering tolkar marknaden beskedet som att företaget på ett eller annat sätt är i finansiell knipa (se avsnitt 3.6 Pecking order-hypotesen). På den Amerikanska marknaden har visat att aktiekurser i snitt faller runt 3 % i samband med en nyemissions offentliggörande. (Berk & DeMarzo, 2007, s.517)

4.5 Signaleffekter

Adverse selection teorin har legat till grund för flertalet empiriska studier. Den mest uppmärksammade studien publicerades av Stephen A. Ross (1977) som visade att marknaden tolkar en nyemission som en signal från ledningen om att aktien är högt värderad. Detta innebär att marknaden kommer prisa ned aktien vid offentliggörandet av en nyemission, med sjunkande aktiekurser som följd. Ross kallade sin vidareutveckling av adverse selection-teorin för "The Incentive Signalling Approach". (Ogden & O'Connor, 2003, s.103).

Även Myers och Majluf (1984) visar att aktiekurser tenderar att reagera negativt runt nyemissioner till följd av informationsasymmetriproblemet. Likt Akerlofs adverse selection teori förklarade Myers och Majluf sjunkande aktiekurser med att företaget vet mer än investerarna, vilket investerarna kompenserar för genom att sänka det pris är villig att betala. Myers och Majluf drog därför slutsatsen, i linje med Baker och Wurgler, att sjunkande aktiekurs i samband med nyemission oftast beror på att investerarna misstänker att ledningen anser att företaget är för högt värderat. (Myers & Majluf, 1984)

Ross (1977) menar vidare att priset, det vill säga teckningskursen i nyemissionen, sänder ut en signal om emissionens kvalitet. Det emitterande bolaget skyddar sig från risken för låg teckningsgrad genom att sätta teckningskursen lägre än rådande aktiekurs, det vill säga

erbjuda en rabatt. Eftersom emissioner är förknippade med stora kostnader är det av yttersta vikt att företaget inte hamnar i en situation där täckningsgraden blir för låg. Ett företag som ger en för hög rabatt sänder en signal till marknaden som kan tolkas som att företaget är i desperat behov av finansiering, att emissionen är högst defensiv. Ross (1977) antagande styrks även här av teorin om adverse selection. Då investerare inte har fullständig information kommer de betala ett lägre pris för att kompensera för informationsasymmetrin som uppstår.

Även Karim, Rutledge, Gara och Ahmed (2001) testade för hur signalhypotesen kan kopplas till ett bolags aktiekursutveckling i samband med en nyemission. Flera tidigare studier visar på att företag som genomför en nyemission ofta följs av negativ kursutveckling efter emissionens genomförande. Med detta som utgångspunkt valde att försöka förklara den negativa utvecklingen utifrån signalhypotes. Fann att rabatten som lämnas, skillnaden mellan emissionskursen och rådande aktiekurs, var en avgörande faktor. Företag som lämnade en stor rabatt fick också en signifikant större negativ kursutveckling i motsats till bolag som valde att lägga emissionskursen nära aktuell aktiekurs. Karim, Rutledge, Gara och Ahmed drog således slutsatsen att emissionskursen är en viktig signaleffekt i samband med nyemissioner. (Karim, Rutledge, Gara & Ahmed 2001)

4.5.1 Positiv signaleffekt vid nyemission

Empiriska studier har nästan uteslutande visat att en nyemission är sammanlänkad med en negativ signaleffekt, som grundar sig i den informationssymmetri som råder naturligt på marknaden. Brett Trueman (1986) undersökte i motsats till detta ifall en nyemission kan tolkas som en positiv signal till marknaden och om investeringsvärdet av nyemissionen istället kan ligga till grund för värdering av företaget. Det införskaffade kapitalet bör öka företagets förmåga till nya lönsamma investeringar vilket borde innebära stigande aktiekurser, då aktiekursen till största delen ska avspegla framtida vinster. (Trueman, 1986)

Truman menar också att när entreprenören eller ledningen själva äger aktier i företaget och också deltar i nyemissionen bör detta tolkas som en positiv signal av marknaden i och med att entreprenören eller ledningen alltid har bättre information än marknaden, varpå aktiekursen bör stiga istället för tvärtom (Trueman, 1986). Detta åskådliggjordes även av McConnell och Muscarella (1985) som empiriskt visar att nyheten om ett företags ökade investeringsverksamhet (Capital Expenditure) tolkas positivt av marknaden, med stigande aktiekurser som följd.

4.6 Kursreaktioner efter nyemission

Flera tidigare empiriska studier konstaterar att nyemissioner innebär en negativ kursutveckling på lång sikt. Bayless, Price och Smoller (2005) visar i en empirisk undersökning på underavkastning, med negativa värden på samtliga halvårsvisa mätpunkter upp till tre och ett halvt år efter genomförd nyemission.

Purnanandam och Swaminathan (2006) presenterar en omfattande empirisk undersökning där de visar att aktiekursen för bolag som är högt värderade vid genomförandet av en nyemission underpresterar på fem års sikt efteråt. Däremot visar att dessa bolag inte tenderar att straffas lika hårt i samband med annonseringen av nyemissionen. Vidare kan detta jämföras med bolag som anses vara lågt värderade vid annonsering och genomförande, dessa uppvisade en större negativ reaktion vid annonseringen samtidigt som de på fem års sikt inte hade en lika negativ utveckling som de högt värderade.

Detta resultat går emot tidigare forskning (Myers & Majluf, 1984), som hävdar att högt värderade företag som flaggar för att nya investeringar ska finansieras med det införskaffade kapitalet långsiktigt bör prestera bättre.

4.7 Pecking order-hypotesen

Myers och Majluf (1984) presenterade den så kallade Pecking order-hypotesen, där de tre vanligaste finansieringsalternativ som finns tillgängliga för ett företag rangordnas. Rangordningen tar sin start i det mest fördelaktiga alternativet:

1. Självfinansiering, vanligen genom tidigare års balanserade vinster.
2. Extern finansiering i form av lån från finansiella institutioner.
3. Nyemission.

(Ogden & O'Connor, 2003, s.116)

Ordningen grundar sig på den informationsasymmetri som råder på marknaden. Marknaden har inte fullständig information om det verkliga värdet på företagets tillgångar, skulder och projekt. Marknadens värdering av externa skulder ofta är låg, varför denna finansieringsform kan sända positiva signaler. En extern finansiering ökar dessutom företagets så kallade skatte-sköld, då skulder är avdragsgilla. Sammantaget kan detta hjälpa till att förklara de sjunkande aktiekurser som iakttas i samband med nyemissioners offentliggörande. (Ogden & O'Connor, 2003, s.117).

Myers och Majluf (1984) presenterade resultat helt i linje med pecking order hypotesen, fann att företag, i en marknad där asymmetriskt informationsförhållande råder, i första hand valde balanserade vinster och som sista utväg använde sig av nyemissioner för att finansiera nya projekt, vilket också kunde förklara varför kurser tenderar att reagera negativt på beskedet om nyemission. Vidare fanns i stort bolag där kunde anta en övervärderad aktiekurs mer representerade hos dem som genomförde nyemission, samtidigt som lågt värderade bolag tenderade att använda sig av balanserade vinster. (Myers & Majluf 1984)

Intern finansiering är dock inte alltid att föredra, nyemissioner behöver inte alltid tolkas som negativa nyheter om det kan finnas framtida avkastning från lönsamma projekt (Viswanath, 1993). I de fall ledningen lyckas övertyga marknaden om att det införskaffade kapitalet från nyemissionen bör en positiv utveckling på företagets aktie uppvisas, något som går i linje med Trueman (1986) och McConnell (1985). Viswanath lyfte också fram att nyemissioner som genomförs i en börsuppgång bör få en mer positiv reaktion på aktiekursen i motsats till dem som genomförs i en börsnedgång. Då räntekurvan i uppgångsfaser ofta är nedåtlutande leder detta till att de framtida investeringarna som ska finansieras med nyemissionen får ett högre nuvärde, vilket naturligt innebär en positiv aktiekursutveckling (Viswanath, 1993).

4.8 Hypotes

Utifrån teoretisk referensram och tidigare forskning formuleras följande hypoteser:

Hypotes 1: En investerare kan uppnå över eller underavkastning, på upp till ett år, genom att köpa aktier vid sista köptillfälle innan avstämningsdag i syfte att tilldelas teckningsrätter vid nyemissioner.

Hypotes 2: Högre avkastning uppnås genom deltagande i offensiva nyemissioner, då signaleffekten i dessa fall är överdriven.

Hypotes 3: Avkastningen efter deltagande i såväl offensiva som defensiva nyemissioner förbättras av en uppgångsfas på börsen.

Hypotes 4: Nyemissioner av dålig kvalitet erbjuder hög rabatt varför detta bör leda till sämre utveckling.

Hypotes 5: Såväl skuldsättningsgrad som branschtillhörighet har effekt på avkastningen en investerare erhåller genom att delta i nyemissioner.

De uppställda hypoteserna bygger till största delen på teorin om adverse selection och dess vidareutveckling i signalhypotesen. Med utgångspunkt i att marknaden tolkar nyheten om en nyemission som dåliga nyheter och agerar därefter dras slutsatsen att kursen ofta är kraftigt nedtryckt i samband med avstämningsdagen. Genom att köpa aktier till detta nedtryckta pris och sedan därtill dra fördel av emissionsrabatten borde en investerare kunna uppnå överavkastning när sedan aktiekursen återgår till jämviktsläge.

5 Empiri

Utifrån genomförda test av insamlad data kan de uppställda hypoteserna accepteras eller förkastas. Överavkastning kan inte uppnås genom att systematiskt delta i nyemissioner, men deltagande i offensiva nyemissioner ger signifikant högre avkastning, vilket även gäller för deltagande i nyemissioner som genomförs i en uppgångsfas på börsen. Hypotesen att en låg rabatt är att föredra accepteras, likaså accepteras hypotesen om att branschindelning och skuldsättningsgrad påverkar resultaten.

5.1 Buy and hold-studiens genomförande

Mellan januari 1997 och november 2008 genomfördes 221 antal rena företrädesemissioner av företag listade på Stockholmsbörsen. Data om själva emissionerna (villkor, emissionskurs, avstämningsdag och teckningsperiod) har hämtats från NasdaqOMX Nordics (2009) sammanställning över nyemissioner, där först en rensning för komplexa emissioner gjorts. Sista handelsdag för att få delta i respektive nyemission har beräknats, liksom den dag då handel med nya aktier (BTA:s) kan ske. Utifrån dessa datum har ojusterade aktiekurser på dagsdata för respektive emitterande bolag inhämtats från Thompson Datastream, både ett år bak i tiden såväl som ett år framåt i tiden. Vidare har Affärsvärldens generalindex inhämtats på dagsdata för hela undersökningsperioden. Då ett antal företag utfört splittar av olika former under tidsperioden har dessa räknats om för att få jämförbara kurser.

Aktie- och indexkurs ett år bak i tiden från genomförandet av emissionerna har använts för att skatta ett betavärde, vilket senare används vid beräkning av överavkastning. Utifrån emissionernas olika villkor har rabatt beräknats, för att senare användas i en konstruerad formel. Denna formel visar det nettovärde ett deltagande i nyemissionen ger upphov till, applicerad på daglig kursutveckling. Denna justerade värdeutveckling har sedan satts i relation till index och betavärde för att beräkna över/underavkastningen dag för dag. De abnormala avkastningarna har slutligen summerats för att ge kumulativ abnormal avkastning för olika holdingperioder under året efter nyemissionens genomförande.

Från Thompson Datastream har även företagens skuldsättningsgrad och book value per share (bokfört värde per aktie) vid tidpunkten för varje nyemission inhämtats. För att erhålla book to market-värde har book value per share delats med den aktuella aktiekursen. Dessa nyckeltal används sedan som kontrollvariabler vid olika tester av resultaten.

För att klassa emissioner som offensiva eller defensiva har prospekt för varje enskild nyemission studerats, och sedan jämförts med företaget i frågas book to market-värde. Prospekten har inhämtats från finansinspektionens och företagens egna pressarkiv. För att

bestämma ifall börsuppgång/nedgång råder har ett interaktivt diagram utifrån affärsvärldens generalindex skapats (se Appendix).

Resultaten som erhållits från studien har slutligen testats genom Z och t-test, för att kontrollera signifikansnivån. För att undvika både Typ-I- och Typ-II-fel kommer resultat med Z och t-värden som är närliggande signifikansnivån att diskuteras i analysen.

5.1.1 Bortfall

Av de 221 företrädesemissioner som genomförts av företag listade på Stockholmsbörsen mellan 1997-2008 saknades data av olika slag för vissa. Då den data som saknas är vital för resultat och analys var en sällning av 51 företag nödvändig. Antalet som sällades bort och anledningen till detta visas i matrisen nedan.

Tabell I. Bortfallsmatris

Anledning till bortfall / År	-97	-98	-99	-00	-01	-02	-03	-04	-05	-06	-07	-08	Tot.
Ofullständiga nyckeltal	2		3	3	1	2		3		1		1	16
Ofullständiga kurser 1år bakåt	2	1		2	2	1							8
Ofullständiga kurser 1år framåt												4	4
Ingen data funnen i Datastream		1	1	1		1				1			5
Krock med annan nyemission		1	3						2	2	3		11
Ofullständiga datum							4		1	2			7
Totalt	4	3	7	6	3	4	4	3	3	6	3	5	51

Som matrisen visar är bortfallen relativt jämnt fördelade över år och anledning. Då det inte finns någon systematik i bortfallen påverkas inte heller studiens reliabilitet nämnvärt.

5.2 Resultat från studien

Resultaten presenteras nedan utifrån de olika testvariablerna. De CAR-värden som är signifikant skilda från noll visas med stjärnor utifrån signifikansnivån, enstjärnig signifikans ger en stjärna i tabellen, tvåstjärnig signifikans ger två stjärnor och trestjärnig signifikans ger följaktligen tre stjärnor.

Vid beräkning av genomsnittligt CAR-värde år för år (se appendix 2) erhöles mycket få signifikanta värden, vilket kan förklaras av att de årsvisa urvalen är förhållandevis små. Det tyder även på att tydligare indelning är av vikt för att kunna dra slutsatser med säkerhet. Resultat från test av dessa indelningar redovisas nedan.

5.2.1 Avkastning samtliga nyemissioner

Samtliga 170 bolags genomsnittliga kumulativt abnormala avkastning (vidare benämnd CAR) testas för de olika holdingperioderna. Hypotes 1 förkastas då ingen överavkastning kan observeras för en investerare som systematiskt deltar i nyemissioner. Negativ abnormal avkastning noteras för samtliga holdingperioder, vilket redovisas i tabell II.

Tabell II. Samtliga nyemissioner		
n=170		
Holdingperiod	Medelvärde CAR	Z-värde
1 v.	-0,0165	-1,58
2 v.	-0,0263	-1,84
1 mån.	-0,0926*	-2,52
6 mån.	-0,3900***	-4,28
1 år	-0,8395***	-4,83

Samtliga bolag har i genomsnitt, under alla mätpunkter, en negativ CAR, varav de signifikanta värdena återfinns vid tre mätpunkter: en månad, sex månader och ett år. Värt att nämna är att de övriga mätpunkterna, en vecka samt ett år, ligger nära en enstjärnig signifikansnivå.

5.2.2 Offensiv respektive defensiv nyemission

Resultat efter uppdelning av nyemissioner i offensiv respektive defensiv typ visas i tabell III. Hypotes två accepteras då klart högre avkastning uppnås vid deltagande i offensiva nyemissioner, även om denna fortfarande är negativ. Avkastningen efter genomförd defensiv nyemission är klart, på en hög signifikansnivå, sämre än genomsnittet.

Tabell III				
Holdingperiod	Panel A. Offensiv		Panel B. Defensiv	
	n=78		n=92	
	Medelvärde CAR	Z-värde	Medelvärde CAR	Z-värde
1 v.	-0,0183	-0,79	-0,0149	-0,42
2 v.	-0,0042	-0,14	-0,0449	-1,22
1 mån.	-0,0179	-0,54	-0,1552*	-2,54
6 mån.	-0,1583*	-1,99	-0,5843***	-4,22
1 år	-0,4044*	-2,04	-1,1855***	-4,41

Vidare utförs även en klassning av företagen efter deras book to market-värde för att styrka resultaten i tabell III. Företag som genomför en nyemission med ett book to market-värde över ett klassas som defensiva nyemissioner medan bolag med ett book to market-värde mindre än ett klassas som offensiva. Resultat efter klassning utifrån book to market-värde går i linje med de som presenterats i tabell III, ingen överavkastning kunde heller visas vid en sådan klassning (se appendix 3).

5.2.3 Börsuppgång

Utifrån AFGX har typerna av nyemission klassats efter om de genomförts i börsuppgång eller börsnedgång. Hypotes tre, att både offensiva och defensiva nyemissioner gynnas av en uppgångsfas på börsen, förkastas. Resultaten i tabell IV är dock intressanta då en relativt hög signifikant överavkastning kan noteras vid en veckas holdingperiod för deltagande i defensiva nyemissioner då börsen befinner sig i en uppgångsfas. För båda typerna av emission kan även positiva värden på CAR iaktas för en holdingperiod på upp till en månad, dock inte med tillfredställande signifikans.

Tabell IV

Holdingperiod	Panel A. Offensiv vid börsuppgång		Panel B. Defensiv vid börsuppgång	
	n=56	Z-värde	n=49	t-värde
1 v.	0,0087	0,41	0,0678*	1,67
2 v.	0,0202	0,86	0,0502	1,10
1 mån.	0,0004	0,01	0,0458	0,85
6 mån.	-0,1813	-1,29	-0,1190	-0,86
1 år	-0,3992	-1,42	-0,4351	-1,65

5.2.4 Rabattens betydelse

Hypotes fyra bekräftas, en hög rabatt är förknippat med sämre avkastning efter genomförd nyemission. I tabell V och VI redovisas rabattens påverkan, dels med rabatt som enda faktorn samt med marknadspåverkan i form av börsuppgång.

Tabell V

Holdingperiod	Panel A. Rabatt>13 %		Panel B. Rabatt<13 %	
	Medelvärde CAR	Z-värde	Medelvärde CAR	Z-värde
	n=89		n=81	
1 v.	-0,0342	-0,90	0,0051	0,28
2 v.	-0,0671*	-1,97	0,0187	0,89
1 mån.	-0,1853**	-2,96	0,0121	0,37
6 mån.	-0,6824***	-4,10	-0,1059*	-2,06
1 år	-1,3434***	-4,55	-0,3327*	-2,09

Vid emissionsrabatt över 13 % observeras en signifikant negativ avkastning vid de tre sista holdingperioderna. Tabell VI visar att låg rabatt, lägre än 13 %, visar en positiv signifikant CAR vid holdingperiod upp till två veckor.

Tabell VI

Holdingperiod	Panel A. Rabatt>13 % börsuppgång		Panel B. Rabatt<13 % börsuppgång	
	Medelvärde CAR	Z-värde	Medelvärde CAR	Z-värde
	n=56		n=53	
1 v.	0,0017	0,04	0,0449*	2,34
2 v.	-0,0178	-0,38	0,0531*	2,44
1 mån.	-0,0371	-0,64	0,0459	1,63
6 mån.	-0,4256*	-2,30	0,0451	0,64
1 år	-0,9828*	-2,52	-0,0609	-0,43

5.2.5 Branschtillhörighet och skuldsättningsgrad

Hypotes fem bekräftas då både branschtillhörighet och skuldsättningsgrad var för sig påverkar den uppvisade abnormala avkastningen efter genomförd nyemission. Tabell VII redovisar resultat efter branschindelning. Tabell VIII visar skuldsättningsgradens påverkan.

Tabell VII

	Panel A. IT		Panel B. Industri		Panel C. Hälsovård		Panel D. Finans & fast.	
	n=72		n=28		n=35		n=9	
Holdingsperiod	Medelvärde CAR	Z-värde	Medelvärde CAR	t-värde	Medelvärde CAR	t-värde	Medelvärde CAR	t-värde
1 v.	-0,0222	-0,59	-0,0264	-0,56	0,0162	0,36	-0,0927*	-2,97
2 v.	-0,0486	-1,11	-0,0398	-0,81	0,0401*	1,65	-0,0675*	-2,55
1 mån.	-0,1686*	-2,27	-0,0472	-0,82	0,0059	0,10	-0,0218	-0,28
6 mån.	-0,5130**	-2,91	-0,1081	-0,79	-0,6007**	-2,88	-0,1110	-0,71
1 år	-1,1850***	-3,47	-0,0454	-0,29	-0,9364***	-3,06	-0,3106	-1,38

	Panel E. Sällanköp		Panel F. Dagl. Varor		Panel E. Material	
	n=10		n=4		n=10	
Holdingsperiod	Medelvärde CAR	t-värde	Medelvärde CAR	t-värde	Medelvärde CAR	t-värde
1 v.	0,1275*	1,92	-0,0183	-0,13	-0,1667	-2,21
2 v.	0,0959*	2,43	-0,0180	-0,11	-0,1816*	-2,44
1 mån.	0,0203	0,21	-0,0805	-0,60	-0,2423	-1,84
6 mån.	-0,5858	-0,98	-0,1554	-1,46	-0,2413	-1,22
1 år	-1,0173	-1,33	-0,3439	-1,09	0,1097	0,19

De två branscher som uppvisar en genomsnittlig positiv signifikant CAR är sällanköps- och hälsovårdsbranschen. Båda dessa uppvisar positiva CAR-värden upp till en månad efter nyemissionens genomförande, dock med varierande signifikans. Informationstekniksföretag har uppvisat kraftigt negativa värden på signifikanta nivåer. I telekombranschen fanns i studiens urval endast ett företag, varför denna grupp helt strukits.

Utifrån bolagens skuldsättningsgrad har en uppdelning skett, där medianvärdet ger brytpunkten 28 %.

Tabell VIII

Holdingperiod	Panel A. Skuldsättn.>28%		Panel B. Skuldsättn.<28%	
	Medelvärde CAR	Z-värde	Medelvärde CAR	Z-värde
	n=86		n=84	
1 v.	0,0058	0,20	-0,0359	-1,13
2 v.	0,0006	0,02	-0,0514	-1,42
1 mån.	-0,0467	-1,12	-0,1405*	-2,31
6 mån.	-0,3132**	-3,15	-0,4722**	-3,05
1 år	-0,4852**	-3,08	-1,1976***	-3,85

Tabell VII visar att en hög skuldsättningsgrad är gynnsam och resulterar i ett positivt CAR-värde på en veckas sikt, dock mycket lågt och ej signifikant. Avkastningen på längre sikt, sex månader och ett år, är här väsentligt högre än genomsnittlig avkastning.

Då en hög skuldsättningsgrad uppenbarligen är gynnsam testas även för hur börs klimat i kombination med skuldsättningsgrad påverkar avkastningen i tabell IX.

Tabell IX

Holdingperiod	Panel A. Skuldsättn. >28% börsuppgång		Panel B. Skuldsättn. <28% börsuppgång	
	Medelvärde CAR	Z-värde	Medelvärde CAR	t-värde
	n=60		n=27	
1 v.	0,0548*	1,98	-0,1144*	-2,02
2 v.	0,0482*	2,03	-0,1188*	-1,94
1 mån.	0,0513	1,25	-0,2758***	-3,30
6 mån.	-0,1559	-1,60	-0,7860**	-2,82
1 år	-0,3960*	-2,12	-0,9779*	-2,65

Tabell IX visar att bolag med skuldsättningsgrad över 28 % ger en signifikant positiv CAR i börsuppgång vid de två första mätpunkterna. Likaså observeras en negativ signifikant CAR vid börsnedgång vid samtliga holdingperioder för bolag med låg skuldsättningsgrad.

7 Analys

Många av de slutsatser som dras utifrån studiens dataunderlag och tester stöds av både finansiella teorier och finansiell forskning. Beträffande indelningen offensiva respektive defensiva nyemissioner visar uppsatsen att marknaden inte i tillräckligt stor grad tar hänsyn till det framtida värdeskapande en offensiv emission ger upphov till. Med grund i trade off-teorin förklaras sällanköp- och hälsovårdsbranschens positiva överavkastning, samtidigt som informationsteknologibranschens speciella resultat förklaras utifrån IT-bubblans påverkan.

7.1 Abnormal avkastning vid nyemission

Resultat från studien visar att nyemissioner påverkar aktiekursens utveckling året efter nyemissionens genomförande. När CAR-värden för samtliga bolag i studien testades observerades en negativ CAR för samtliga holdingperioder. Underavkastningen var signifikant för tre av holdingperioderna, en månad, sex månader och ett år. CAR-värden för resterande holdingperioder uppvisade dock z-värden nära gränsen för att vara statistiskt säkerställda, varför även dessa resultat kan diskuteras. Utifrån detta dras slutsatsen att överavkastning inte kan uppnås genom att systematiskt delta i nyemissioner, tvärtom uppvisas en signifikant underavkastning vid detta förfarande. Detta resultat harmoniserar med tidigare forskning, som mycket riktigt visar på att aktiekurser underpresterar efter genomförd nyemission (Purnanandan & Swaminathan, 2005 samt Bayless, Price & Smoller, 2005).

Resultaten från studien visar också att ett asymmetriskt informationsförhållande tycks råda på Stockholmsbörsen. Med Famas (1970) teori som grund är det rimligt att anta att det på kort sikt råder halvstark effektivitet på den svenska marknaden. Tidigare forskning, med adverse selection-teorin och signalhypoteser som grund, visar att aktiekursen tenderar att falla vid annonsering av nyemission på grund av den negativa signaleffekt nyheten för med sig (Myers & Majluf, 1984). Uppsatsens antagande om att marknaden vid avstämningsdagen förhastat skulle ha diskonterat för denna informationsasymmetri visar sig inte hålla, då ingen abnormal avkastning kan uppvisas under de första veckornas handel efter att nyemissionen genomförts. Enligt den effektiva marknadshypotesen reflekterar alltså aktiens pris vid avstämningsdagen korrekt all känd information (Marsh, 1979).

7.2 Offensiva respektive defensiva nyemissioner

Vid en klassificering efter prospekt, i offensiva och defensiva nyemissioner, åskådliggör studien att båda grupper uppvisar underavkastning vid samtliga holdingperioder. Då signifikansen är varierande blir jämförelse mellan grupperna problematisk, en mer negativ och signifikant avkastning kan dock urskiljas hos de defensiva nyemissionerna. Vid en jämförelse, i den mån en sådan är möjlig, mellan de olika grupperingarna och samtliga bolag kan utläsas att offensiva emissioner uppvisar en högre avkastning än genomsnittet, medan defensiva tvärtemot uppvisar en lägre.

För att kontrollera resultatet genomfördes även ett test där företag delades upp i offensiva och defensiva utifrån sina book to market-värden istället för prospektgranskning. Ett lågt book to market-värde kan betyda att företaget är högt värderat på marknaden (Baker & Wurgler 2002), vilket kan tolkas som att företaget är vid god finansiell hälsa och således genomför nyemission av det offensiva slaget. Vid test för denna grupp erhöles samma grundresultat. Både i fallet med offensiva såväl som defensiva observeras en underavkastning, som även här är större för den defensiva emissionstypen och mindre för den offensiva. Tidigare empirisk forskning visar att nyemissioner oftast genomförs när företag är högt värderade på marknaden, (Baker & Wurgler, 2002) vilket studien bekräftar med sin majoritet av nyemissioner genomförda av bolag med låga book to market-värden.

I likhet med Denis (1994) dras slutsatsen att även bolag vars nyemission syftar till att finansiera expansiva, värdeskapande aktiviteter, drabbas av en negativ signaleffekt. Marknadens reaktion på vad den tolkar som en negativ signal innebär att aktiekursen i dessa fall är oproportionerligt låg vid avstämningsdagen vilket ligger till grund för den höga (mindre låga) avkastning som uppvisats vid holdingperioderna. En möjlig förklaring till varför signifikant överavkastning inte kan observeras vid deltagande i offensiva nyemissioner är att delar av marknaden förknippar dessa med en positiv signaleffekt, på grund av ökad investeringsverksamhets framtida värdeskapande. Detta styrks av både McConnell och Muscarella (1985) och Trueman (1986), och innebär att en investerare som utnyttjar studiens buy and hold-strategi inte kan delta i nyemissionen till ett så lågt pris som hade varit fallet om marknaden entydigt tolkat nyheten om emission som en negativ signal.

7.3 Börsklimat

I börsuppgång uppnås en signifikant överavkastning på en veckas sikt vid deltagande i defensiva nyemissioner. Även offensiva nyemissioner genomförda i börsuppgång uppvisar

positivt CAR-värde, vilket dock inte styrks på tillräckligt hög signifikansnivå. De positiva resultaten stöds till fullo av Viswanath (1993) som visar att nyemissioner genomförda i börsuppgång tenderar att uppvisa en positiv utveckling.

En rimlig förklaring till den positiva utvecklingen kan vara att ett allmänt gott börshumor med hög tilltro till framtiden resulterar i en högre riskbenägenhet och ökad omsättning på börser. Detta är troligtvis anledningen till att studien visar att fler bolag genomför nyemission vid börsuppgång än vid börsnedgång (109 jämfört med 61). Teorin styrks av Bayless, Price och Smoller (2005) som definierar börsuppgång och börsnedgång som "hot and cold periods", vilket syftar till att fler bolag genomför nyemissioner vid "hot periods" än vid "cold".

Bayless et al. teori om "hot and cold periods" är något som kan observeras på aktiemarknaden vid tidpunkten för uppsatsens skrivande. Under 2009 har ovanligt många nyemissioner genomförts av bolag listade på Stockholmsbörsen (Flood, 2009) samtidigt som index ökat med cirka 45 % under året.

7.4 Rabatt

I studien har en uppdelning på emissioner med rabatt på över 13 % respektive under 13 % genomförts. Resultaten visar tydligt att hög rabatt, på en signifikant nivå, ger högre underavkastning än genomsnittet vid de fyra sista holdingperioderna. Detta bekräftar Ross (1977) teori om att emissionens kvalitet reflekteras av erbjuden rabatt. Studiens resultat styrks även av Karim, Rutledge, Gara och Ahmed (2001) som även de visar att företag som lämnar en hög rabatt vid nyemission i större utsträckning drabbas av signifikant negativ kursutveckling än då rabatten är låg.

En hög rabatt sätts ofta vid emissioner av låg kvalitet, eller av defensivt slag, vilket även reflekteras i avkastningen efter genomförd nyemission. Genom att jämföra utfallet från de defensiva emissionerna med utfallet från emissioner med hög rabatt åskådliggörs ett tydligt samband, avkastningen som noteras är mycket lika.

7.4.1 Rabatt i olika börsklimat

För att ytterligare stärka teorin om rabattens inverkan på emissionens utfall kombinerades rabatten med ytterligare en förklaringsvariabel, börsklimat. Detta gjordes i syfte att reducera den negativa signaleffekt som inverkar på resultaten vid ren rabattuppdelning. I ett bättre börsklimat blir utfallet av en nyemission, enligt Bayless et al., mer positivt vilket till viss del torde neutralisera den negativa signaleffekten.

Teorin styrks av resultatet som erhålls för nyemissioner med låg rabatt vilka genomförs i en börsuppgång. Vid de tre första holdingperioderna iaktas, på en hög signifikansnivå, en överavkastning på runt 5 %. För hög rabatt i börsuppgång erhålls fortfarande negativa signifikanta resultat, vilket även detta bör jämföras med defensiva nyemissioner i samma läge. De samstämmiga resultaten styrker ytterligare kopplingen mellan hög rabatt och defensiva emissioner.

Rabattens inverkan på emissioner i börsnedgång ger flera signifikanta resultat som även här visar på att låg rabatt är att föredra, även om positiva abnormal avkastning inte kan visas.

7.5 Bransch

Vid test för att undersöka om någon statistiskt signifikant positiv överavkastning kunde iaktas mellan olika branscher erhöles positiva resultat för sällanköp- och hälsovårdsbranschen, som på kort sikt visade en signifikant överavkastning. I sällanköpbranschen fanns en hög signifikant CAR på 12,8 % vid en veckas holdingperiod, som sedan sjönk till 9,6 % andra veckan. Även i hälsovårdsbranschen observerades en signifikant överavkastning, här på 4 % vid holdingperioden två veckor. Denna bransch visade även positiv CAR vid en vecka och en månads holdingperiod, dock inte statistiskt signifikant.

Tidigare empiriska studier bortser i stor utsträckning från att studera och förklara hur företag i olika branscher presterar vid genomförande av nyemission, varför studien fyller en viktig lucka. Teoretiskt skulle fenomenet kunna förklaras utifrån trade off-teorin som säger att skillnad i värde mellan belånade och icke belånade företag bestäms av skatteskölden och kostnader för finansiell stress, varför företag i hänseende till risk, bransch och livscyklar bör använda sig av en viss typ av finansiering. (Berk & DeMarzo, 2007, s.501). Företag med hög risk i ett tidigt stadiet av sin livscykel bör i största möjliga mån finansieras med eget kapital, då kostnader för finansiell stress överstiger den fördel som skatteskölden erbjuder.

Detta stämmer överrens med studiens resultat då små informationsteknik- och hälsovårdsbolag i tidiga stadier av sin livscykel är överrepresenterade. Det är heller inte ovanligt att företag inom dessa branscher återkommer frekvent under mätperioden. Hälsovårdsbranschen rymmer både läkemedelsbolag såväl som bioteknikbolag, vilka ofta är fokuserade på få projekt som är avgörande för bolagets framtid. Nyemission används här nästan uteslutande som finansieringsform hela vägen från idé fram till utlicensiering.

En förklaring till att hälsovårds- och sällanköpbranschen uppvisar en signifikant överavkastning kan vara att marknaden anser att dessa företag bör finansieras med eget kapital, och således inte ”straffar” dessa bolag lika hårt vid nyemission. Många av de företag i dessa branscher som genomfört en nyemission mellan 1997-2008 är listade på Stockholmsbörsens Small Cap-lista vilket antyder att de är små bolag, ofta i tidig fas av sin livscykel och därmed bör finansieras av eget kapital framför extern finansiering. Marknaden förknippar därför inte nyemissioner i dessa branscher med en så pass negativ signaleffekt som empiriska tidigare studier påvisat (Denis, 1994).

Vad som talar emot ovanstående argument är dock att även företag i informationsteknikbranschen bör tillhöra gruppen som ”ska” finansieras med eget kapital. I studien har dessa emellertid uppvisat kraftigt negativa CAR-värden. Även informationsteknikföretagens dåliga avkastning bör dock kunna förklaras. I samband med att IT-bubblan sprack har ett mycket stort antal företag verksamma inom denna bransch genomfört nyemissioner av defensivt slag i försök att trygga sin överlevnad. Som tidigare visats ger defensiva nyemissioner i hög grad upphov till negativ abnormal avkastning, en tes som alltså ytterligare styrks av IT-företagens negativa CAR-värden.

7.6 Skuldsättningsgrad

De undersökta företagen har delats in i grupper efter skuldsättningsgrad, en grupp bestående av företag med högre skuldsättning än medianen och en grupp med lägre. Resultaten ger vid handen att företag med låg skuldsättning visar på en signifikant underavkastning under de tre sista holdingperioderna, och att denna underavkastning dessutom är större än genomsnittet.

Företag med hög skuldsättningsgrad uppvisar en betydligt bättre avkastning än de med låg, och en något bättre avkastning än genomsnittet. Vid upp till två veckors holdingperiod visar denna grupp på en positiv överavkastning, men då både avkastningen och signifikansen är låga är det svårt att uttala sig om resultatet. Vid sex månaders och ett års holdingperiod uppvisas även betydligt bättre, statistiskt säkerställd, avkastning än genomsnittet.

Dessa resultat motsäger till viss del tidigare forskning, som menar att någon skillnad i kursreaktioner efter en nyemission inte kan påvisas utefter företagets kapitalstruktur (Baker & Wurgler, 2002, samt Asquith & Mulling, 1985). Även om tidigare forskning inte kunnat prestera signifikanta bevis på området kan studiens resultat ändå stödjas på Baker & Wurglers (2002) teori om att företag med låg skuldsättningsgrad genomför emissioner när de och högt värderade och vice versa. Detta kan hjälpa till att förklara den ”goda” värdeutvecklingen för

de högt skuldsatta företagen i studien, om en nyemission genomförd av dessa kan kopplas samman med en låg värdering av företaget förefaller det rimligt att marknaden inte straffar aktiekursen lika hårt.

7.6.1 Skuldsättning i olika börsklimat

De riktigt intressanta resultaten, inom området skuldsättning, erhålls emellertid först när grad av skuldsättning kombineras med börsklimat i CAR-undersökningen. En investerare som köper aktier i ett högt belånat företag för att delta i en nyemission som genomförs under en uppgångsfas på börsen kommer enligt studien erhålla signifikant överavkastning vid både en och två veckors holdingperiod. Signifikansen är övertygande och överavkastningen får betraktas som relativt hög, nyttjas en holdingperiod på en vecka efter genomförd nyemission kommer investeraren att uppnå en överavkastning på 5,5 %. Resultaten skiljer sig markant om istället testas för hur marknaden reagerar på nyemissioner utförda av företag med en låg skuldsättningsgrad i börsuppgång, då istället en underavkastning på 27,6 % på en månads sikt kan iaktas (att jämföra med den genomsnittliga underavkastningen på 9 %).

Dessa resultat bör ses i ljuset av Modigliani och Millers (1958) klassiska teori om kapitalstruktur, där hög belåning medför högre avkastning till priset av högre risk. Utifrån denna teori dras slutsatsen att en risksökande investerare lockas av en hög skuldsättningsgrad. Tidigare i analysen konstaterades att börsuppgångar för med sig just riskaptit, varför det är rimligt att variablerna börsuppgång och hög skuldsättning leder till positiv kursutveckling.

8 Slutsats

En investerare kan inte genom att systematiskt delta i nyemissioner uppnå överavkastning. Denna uppsats bidrar främst till forskningen genom sitt studerande av offensiva respektive defensiva nyemissioner. Även om en överavkastning hos offensiva nyemissioner inte kunde påvisas har uppsatsen statistiskt bevisat att offensiva nyemissioner får en betydligt mindre negativ utveckling på ett års sikt än genomsnittet. Förslag på framtida forskning kan vara att studera offensiva respektive defensiva nyemissioner i ett längre perspektiv.

8.1 Slutsats

Uppsatsens syfte har varit att utröna ifall en investerare kunnat uppnå en signifikant överavkastning genom att systematiskt delta i nyemissioner utförda av företag listade på Stockholmsbörsen. Vidare har aspekter som typ av emission, offensiv eller defensiv, såväl som branschtillhörighet, rabatt, skuldsättningsgrad och börsklimat testats och analyserats för att se hur dessa variabler påverkar uppnått resultat.

Studien visar att ingen statistiskt säkerställd överavkastning kan uppnås genom att utifrån stipulerad handelsstrategi delta i nyemissioner. Med den utförda studien som grund kan slutsats dras om att nyemissioner alltid är förknippade med en negativ signaleffekt, om än i olika grad. Marknaden tenderar att tolka nyemissioner som en negativ signal, vilket även bekräftas av tidigare empirisk forskning. Den uteblivna överavkastningen vid nyttjande av en buy and hold-strategi kan förklaras av att marknaden är effektivare än vad som förutsatts vid formulerandet av uppsatsens problem. Detta styrks av det faktum att inga kraftiga kursrörelser kunde iaktas på kort sikt efter genomförd nyemission, marknaden har alltså utifrån tillgänglig information korrekt prissatt aktierna.

Avkastningen på ett års sikt var vid samtliga test, oberoende av testvariabler, negativ. Detta resultat finner starkt stöd i tidigare forskning, som upprepade gånger visat att aktiekurser efter genomförd nyemission på lång sikt underpresterar (se exempelvis Bayless, Price & Smoller, 2005, och Purnanandam & Swaminathan, 2005).

En av studiens viktigaste utgångspunkter, och dess huvudsakliga bidrag till forskningen, är indelningen i offensiva respektive defensiva nyemissioner. De offensiva nyemissionerna visade på en mindre negativ avkastning än genomsnittet, även om det fortfarande rör sig om en signifikant underavkastning. Beträffande defensiva nyemissioner kan en klart sämre

utveckling observeras både jämfört med offensiva emissioner och genomsnittet. Utgångspunkt att offensiva nyemissioner borde prestera bättre, med en stigande aktiekurs, kunde inte bekräftas. Detta kan öppna för vidare studier, möjligt är att kurser efter offensiva nyemissioner uppvisat bättre resultat om en längre tidshorisont används, då investeringars positiva bidrag till kassaflödet rimligen inte kan noteras förens efter en längre tid.

Buy and hold-strategin har trots allt inte visat sig vara helt oanvändbar. Då variabler kombineras uppstår i vissa fall en signifikant överavkastning. Att delta i emissioner utförda av företag verksamma i sällanköp- och hälsovårdsbanschen har visat sig vara en mycket god strategi med signifikant överavkastning på 12,8 % respektive 4 % efter endast en respektive två veckors holdingperiod. Utifrån dessa resultat dras slutsatsen att den klassiska trade off-teorin håller även i modern tid, finansiering med eget kapital är helt klart att föredra för vissa typer av företag.

Studien har även styrkt tidigare forsknings teorier om rabattens inverkan på erhållen avkastning. Bland annat Ross (1977) visar att hög rabatt i nyemissioner signalerar en lågkvalitativ emission. I studien kopplas låg rabatt ihop med en offensiv emission och vice versa. För en nyemission med låg rabatt som genomförs i börsuppgång uppgår den genomsnittliga överavkastningen efter två veckor till 5,3 %, en anmärkningsvärd siffra.

Även om enbart historiska utfall givetvis inte bör ligga till beslutsgrund för en investerare ger studiens resultat en indikation om vilka parametrar som påverkar utfallet positivt. Studien har med önskvärd tydlighet visat att nyemissioner är en riskfylld investering, trots lockande rabatter. En fundamental analys av företaget i fråga bör därför alltid ligga till grund för investeringsbeslut.

8.2 Förslag till vidare forskning

Då studiens resultat i många fall präglas av en låg signifikansnivå kan framtida studier med fördel utföras på ett större dataunderlag, exempelvis genom att undersöka nyemissioner längre tillbaks i tiden eller utvidga urvalet genom att undersöka hela den nordiska marknaden. Studien har enbart utförts för bolag noterade på Stockholmsbörsen, men det finns även andra handelsplattformar i Sverige där nyemissioner är än mer vanligt förekommande.

För att dra mer långtgående slutsatser på området offensiva/defensiva nyemissioner kan med fördel holdingperioden förlängas. Det skulle framförallt vara av intresse att se hur företag som

genomfört en offensiv nyemission presterar på längre sikt, då en större investering rimligen kräver viss tid innan den bidrar med positiva resultat.

9 Appendix

Appendix 1 – Justerat värde

	2007
Namn	Medivir AB
Noterat	Small Cap
Branch	Hälsovård
Offensiv (1) / Deffensiv (2)	1
Villkor	3;5
Skuldsättningsgrad %	3,56
Book value per share	11,792
Book to market ratio	0,21
Skattat beta värde	0,51
Emissionskurs	29
Avstämningsdag	2007-01-07
Kurs avs.dag -3	56,75
Datum sista teck. Dag +3	2007-02-03
Kurs sista teck. Dag +3	55,5

Den justerade ”kursen” bygger på att aktien köps (antalet köpta aktier är oväsentligt för överavkastningen) till kursen tre dagar innan avstämningsdagen (*Kurs avs. dag -3*), i Medivirs fall 56,75 SEK.

Investeraren går med till villkor och emissionskurs. I Medivirs fall kan tre nya aktier tecknas för fem gamla, till emissionskursen 29 SEK per ny aktie. Detta leder till att för varje gammal aktie erhålls 0,6 (3/5) nya aktier, dvs. du har nu 1,6 aktier.

När nyemissionen är klar dröjer det tre dagar innan handel kan ske med de nya aktierna. *Sista tecknings dag +3* visar aktiekursen för denna dag, i Medivirs fall 55,5 SEK. Värdet på innehavet efter att gått med i nyemissionen är denna dag 88,8 SEK per aktie ($55,5 * 1,6$).

Betalningen för de ”extra” 0,6 aktierna är dock inte inräknat. Kostnaden för dessa är $0,6 * 29$ SEK, det vill säga antalet extra aktier multiplicerat med emissionskursen. $0,6 * 29 \text{ SEK} = 17,4$ SEK. Detta måste sedan subtraheras från värdet per aktie vilket ger $88,8 \text{ SEK} - 17,4 \text{ SEK} = 71,4$ SEK. Det justerade värdet per aktie tre dagar efter emissionens genomförande (*Sista teck. dag +3*) blir 71,4 SEK i stället för det observerade värdet på 55,5 SEK.

Den formel som konstrueras utefter dessa uträkningar blir således: *Dagens observerade aktiekurs * (Antalet gamla aktier + antalet nya aktier) - Antalet nya aktier * emissionskurs*. Denna formel appliceras därefter på de dagliga kurserna för att ge daglig justerad kurs.

Överavkastningen (Abnormal return) på de justerade kurserna räknas enligt följande:

$LN (Dagens\ justerade\ aktiekurs / Gårdagens\ justerade\ aktiekurs) - Skattat\ Beta * LN (Dagens\ index / Gårdagens\ index)$

Detta görs genomgående med undantag för överavkastning *Sista tecknings dag +3*, då överavkastningen istället beräknas enligt följande:

$LN (Dagen\ justerade\ aktiekurs / Kurs\ 3\ dagar\ innan\ avstämningsdag) - Skattat\ Beta * LN (Dagens\ index / index\ 3\ dagar\ innan\ avstämningsdag)$

Denna beräkning görs då Kurs avstämningsdag -3 dagar räknas som köpdagen.

Den formel som kommer konstrueras (har konstruerats) för att ta hänsyn till emissionsrabatten fungerar som en hävstång på aktiekursen. Det justerade värdet kommer därför vid kurssvängningar att påverkas mer än aktiekursen. Detta leder till att observerade CAR-värden kan bli lägre än minus 1, *en kumulativ underavkastning lägre än 100 %*. En normal aktiekurs kan aldrig gå ner med mer än 100%, varför den justerade aktiekursen efter hävstångseffekt i fortsättningen benämns justerat värde eller netto resultat.

Appendix 2 – Genomsnittlig CAR på årsbasis

Tabell I
Appendix

År/Holdingperiod	CAR för holdingperiod					n
	1 vecka	2 veckor	1 månad	6 månader	1 år	
2008	-0,0948	-0,1182	-0,2089	-0,6422	-0,5112	6
2007	0,0294	0,0294	-0,0131	-0,4052	-0,6942**	9
2006	-0,2736	-0,2757	-0,3002	-1,2211	-2,8004	11
2005	0,0457	0,0399	0,0121	0,0487	-0,0475	24
2004	-0,0121	-0,0195	-0,1097	-0,1674	-0,1176	16
2003	0,1459	0,1828*	0,2169*	0,3737*	0,1168	15
2002	-0,0658	-0,0946	-0,2168	-0,5780	-0,5239	20
2001	-0,0016	-0,0396	-0,2830	-0,6582*	-1,3537*	23
2000	-0,1476	-0,1680	-0,2059*	-0,8056*	-2,4717**	14
1999	-0,0128	-0,0073	-0,0248	-0,2337	-0,8111	11
1998	-0,0382	-0,0340	0,0626	-0,1904	-0,2169	11
1997	0,0300	0,0349	0,0201	0,0634	-0,2277	10
						$\Sigma 170$

Tabell I visar genomsnittliga CAR-värden för olika holdingperioder under samtliga av studiens år. N anger antal nyemissioner respektive år.

Appendix 3 – Book to market-värde

Klassning av nyemitterande bolag har skett genom bolagens dåvarande book-to-market värde, som en kontroll av den klassningen som finns beskriven under metodavsnittet. Sortering med hjälp av Book-to-market värde gav en högre andel offensiva emissioner, varför fler signifikanta värden kunde observeras. Dock finns ingen signifikant positiv kumulativ abnormal överavkastning för varken offensiva eller defensiva typer.

Tabell II. Appendix

Holdingperiod	Panel A. BTM<1		Panel B. BTM>1	
	Medelvärde CAR	Z-värde	Medelvärde CAR	Z-värde
	n=133		n=37	
1 v.	-0,0241	-1,13	0,0111	0,17
2 v.	-0,0216	-0,92	-0,0435	-0,61
1 mån.	-0,0446	-1,59	-0,2664	-1,99
6 mån.	-0,3365***	-3,41	-0,5836*	-2,61
1 år	-0,6719***	-3,90	-1,4275**	-2,86

Book-to-market värde < 1 = offensiv emission

Book-to-market värde > 1 = defensiv emission

Appendix 4 – Börs klimat

Tabell III
Appendix

Holdingperiod	Panel A. Uppgång		Panel B. Nedgång	
	Medelvärde CAR	Z-värde	Medelvärde CAR	Z-värde
	n=109		n=61	
1 v.	0,0219	0,87	-0,0856*	-2,18
2 v.	0,0161	0,61	-0,1028*	-2,28
1 mån.	0,0031	0,09	-0,2651***	-3,31
6 mån.	-0,1975	-1,92	-0,7848***	-4,25
1 år	-0,5229*	-2,43	-1,4466***	-4,97

Tabell III visar nyemissioner genomförda i börsupp- respektive börsnedgång. En jämförelse av CAR-värde visar att företag som genomför nyemission i börsuppgång tenderar att ha positiv överavkastning vid tre holdingperioder, dock ej signifikant, jämfört med nyemissioner i nedgång som samtliga är signifikant negativa.

Tabell IV
Appendix

Holdingperiod	Panel A. Offensiv vid börsuppgång		Panel B. Offensiv vid börsnedgång	
	Medelvärde CAR	Z-värde	Medelvärde CAR	t-värde
	n=56		n=24	
1 v.	0,0087	0,41	-0,1014	-1,86
2 v.	0,0202	0,86	-0,0890	-1,21
1 mån.	0,0004	0,01	-0,1031	-1,49
6 mån.	-0,1813	-1,29	-0,2381	-1,99
1 år	-0,3992	-1,42	-0,3433*	-2,28

Tabell IV och tabell V visar offensiv respektive defensiv emission i börsupp- och nedgång.

Tabell V

Holdingperiod	Panel A. Defensiv vid börsuppgång		Panel B. Defensiv vid börsnedgång	
	Medelvärde CAR	t-värde	Medelvärde CAR	t-värde
	n=49		n=37	
1 v.	0,0678*	1,67	-0,0753	-1,38
2 v.	0,0502	1,10	-0,1119	-1,94
1 mån.	0,0458	0,85	-0,3702***	-3,03
6 mån.	-0,1190	-0,86	-1,1394***	-4,06
1 år	-0,4351	-1,65	-2,1624***	-5,00

Appendix 5 - Hög och låg rabatt i börsnedgång

Tabell VI

Holdingperiod	Panel A. Rabatt > 13 % börsnedgång		Panel B. Rabatt < 13 % börsnedgång	
	n=33 Medelvärde CAR	t-värde	n=28 Medelvärde CAR	t-värde
1 v.	-0,0932	-1,38	-0,0766	-2,30
2 v.	-0,1508	-2,02	-0,0463	-1,08
1 mån.	-0,4356***	-3,43	-0,0642	-0,84
6 mån.	-1,1182***	-3,60	-0,3918**	-2,81
1 år	-1,9553***	-4,57	-0,8471*	-2,35

Tabell VI visar olika grad av rabatt i börsnedgång.

Appendix 6 – Samtliga bolag i studien

AB Ångpanneföreningen	Know it
A-Com AB	Kungsleden AB
Active Biotech AB; 4 emissioner	LB Icon
Anoto Group AB	LjungbergGruppen
Artimplant AB; 3 emissioner	Mandator AB; 4 emissioner
Aspiro AB	Meda AB; 3 emissioner
Assa Abloy	Medi Team
ASSA ABLOY	Medivir AB; 2 emissioner
Atlas Copco	Metro International AB
Betsson AB	Micronic Laser Systems AB
BioInvent International AB	Midelfart Sonesson AB; 3 emissioner
BioPhausia AB; 4 emissioner	Mind
Biotage AB ser. A	Monark Stiga
Boliden	MultiQ
Boliden AB	Net Insight AB; 4 emissioner
Bong Ljungdahl	New wave Group AB
Brinova Fastigheter AB	Nolato
Brio AB	Novestra AB
BT Industries	Observer
Cash Guard AB ser. B	Opcon AB; 2 emissioner
CashGuard AB	Optovent
Cloetta	Ortivus AB
Connova/Labs2 group	Platzer Fastigheter AB
Consilium AB	Precise Biometrics AB; 4 emissioner
CTT Systems AB; 3 emissioner	Pricer AB; 3 emissioner
Cybercom Group Europé AB	ProAct IT Group
Daydream Software AB ser. B	Realia Fastighetsab.
Decim	Riddarhyttan Resources; 3 emissioner

Dentronic	RnB Retail and Brands
Dial Nxt Group	SCA
Diamyd Medical AB	ScanMining AB
Digital Vision AB; 4 emissioner	SEB
Doro	Segerström & Svensson; 2 emissioner
Elanders AB ser. B	Senea; 2 emissioner
Elekta AB; 2 emissioner	Sensys trafic AB
Enea Data AB	Sifo group
Ericsson	Sigma AB
Feelgood; 2 emissioner	Sign on i Stockholm AB
Fingerprint Cards AB	Softronic
Finnveden	Song Networks Holdings AB
Framfab	SSAB
Framtidsfabriken	Svenska orient linien
Getinge AB; 2 emissioner	SwitchCore AB; 4 emissioner
Glocalnet AB; 2 emissioner	Technology Nexus AB; 2 emissioner
Graphium	Telelogic
Gullspångs kraft	TeleTrade(Nordnet)
Haldex	Ticket Travel Group
Hexagon AB; 2 emissioner	Tricorona Mineral AB; 4 emissioner
HQ.SE Holding	Trio AB; 3 emissioner
Hufvudstaden	TurnIT
IBS; 3 emissioner	TurnIT; 2 emissioner
IFS AB; 3 emissioner	VBG group
Intentia International AB; 3 emissioner	Wedins Skor & Accessoarer AB; 2 emissioner
Karo Bio AB; 4 emissioner	Zodiak television
Klippan AB; 2 emissioner	

Appendix 7 – bortrensade emissioner

A Brand New World in Sweden	Info Highway
ABB ltd	ISEC
A-com	Johnson Pump
Aerocrine	Kaupting Bank
Array	Ledstiernan AB
Artema Medical; 2 emissioner	Meda AB; 2 emissioner
	Medicover Holding S.A
Avensia Innovation	SDB
Bilia	Padox
BioGaia Biologics	Pergo
Biolin AB; 2 emissioner	Piren; 2 emissioner
BioPhausia	Pricer
Capio AB	Raysearch laboratories
CTT Systems Ab	SalusAnsvar
Daydream Software AB; 3	ScanMining AB; 2

emissioner	emissioner
Doro AB	Sign on i Stockholm AB
Enlight	Storheden
Fastighets Balder; 2 emissioner	Swedbank
Fingerprint Cards	SwitchCore
Getinge AB	Teleca
Gylling Optima	Teligent AB; 2 emissioner
IFS; 2 emissioner	TurnIT
Industriförvaltnings AB Johnson	
Pump	

Appendix 8 – AFGX för bedömning av börsupp- och nedgång



9 Källförteckning

9.1 Litteratur

- Aczel, Amir (2002). *Complete Business Statistics*. New York: McGraw-Hill Higher Education.
- Andrén, Niclas, Eriksson, Tore & Hansson, Sigurd (2005). *Finansiering*. Ljubljana: Liber.
- Berk, Jonathan & DeMarzo, Peter (2007). *Corporate Finance*. Boston: Pearson Education Inc.
- Brooks, Chris (2005). *Introductory Econometrics for Finance*. Cambridge: University Press.
- Bryman, Alan & Bell, Emma. (2003). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Liber ekonomi: Ljubljana
- Holme, Idar Magne & Solvang, Bernt Krohn (1997). *Forskningsmetodik- om kvalitativa och kvantitativa metoder*. Lund: Studentlitteratur
- Elton, Edwin, Gruber, Brown, Martin Stephen & Goetzmann, William (2003). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. USA: John Wiley & Sons, Inc.
- Körner, Svante & Wahlgren, Lars (2006). *Statistisk dataanalys*. Lund: Studentlitteratur.
- Ogden, Joseph & O'Connor, Jen (2003). *Advanced Corporate Finance – Policies and Strategies*. Ljubljana: Prentice Hall
- Thomas, R L (2005), *Using Statistics in Economics*. Glasgow: Bell and Bain Ltd.
- Wooldridge, Jeffrey (2006) *Introductory Econometrics – A Modern Approach*. USA: Thomson Higher Education
- ABL 4 kap. 2§

9.2 Publicerade artiklar

- Akerlof, George (1970). The Market for 'Lemons': Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 84, No. 3, s. 488-500.

- Asquith, Paul & Mullins, David (1986). Equity Issues and Offering Dilution. *Journal of Financial Economics*. Vol. 15, No. 1-2, s. 61-89.
- Bayless, Mark, Price, Kelly & Smoller, Margaret (2005). Firm Characteristics, Market Conditions, and the Pattern of Performance after Seasoned Equity Offers. *Applied Financial Economics*. Vol. 15, No. 9, s. 611-622.
- Berens, James & Cuny, Charles (1995). The Capital Structure Puzzle Revisited. *Review of Financial Studies*. Vol. 8, No. 4, s. 1185-1208.
- Baker, Malcolm & Wurgler, Jeffrey (2002). Market Timing and Capital Structure. *Journal of Finance*, Vol. 57, No. 1, s. 1-32.
- Denis, David (1994). Investment Opportunities and the Market Reaction to Equity Offerings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 29, no. 2, s. 159-177.
- Fama, Eugene (1970). Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, s. 383-417.
- I. Lee, S. Lochhead, J. Ritter & Q. Zhaio (1996). The Cost of Raising Capital. *Journal of Financial Research*, s. 59-74
- Karim, Rutledge, Gara, Ahmed (2001). An Empirical Examination of the Pricing of Seasoned Equity Offerings: A Test of the Signalling Hypothesis. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. Vol. 17, No. 1, s. 63-79.
- Marsh, Paul (1979). Equity Rights Issue and the Efficiency on the UK Stockmarket. *Journal of Finance*. Vol. 34, No. 4, s. 839-862.
- McConnell, John & Muscarella, Chris (1985). Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm. *Journal of Financial Economics*. Vol. 14, No. 3, s. 399-422.
- Modigliani, Franco & Miller, Merton (1958). The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*. Vol. 48, No. 3, s. 261-297.
- Ross, Stephen (1977). The Determination of Financial Structure, the Incentive – Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*. Vol. 8, No. 1, s. 23-40.
- Trueman, Brett (1986). The Relationship between the Level of Capital Expenditures and Firm Value. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 21, No. 2, s. 115-129.

Viswanath, P. (1993). Strategic Considerations, the Pecking Order Hypothesis
<http://www.va.se/vabors/2009/12/02/olika-villkor-i-nyemissions>, and Market Reactions to
Equity Financing. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 28, No. 2, s. 213-234.

9.3 Working paper

Molin, Johan (1996). Shareholder Gains from Equity Private Placements: Evidence from the
Stockholm Stock Exchange. *Working Paper Series in Economics and Finance*. No. 101, s. 1-
36.

Purnanandam, Amiyatosh & Swaminathan, Bhaskaran (2005). Do Stock Prices Under React
to SEO announcements? Evidence from SEO Valuation. *Working Paper*.

Myers, Stewart & Majluf, Nicholas (1984). Corporate Financing and Investment Decision
When Firms Have Information the Investors Do Not Have. *National Bureau of Economic
Research, NBER Working Papers*, No. 1396 & 1984.

9.4 Elektroniska källor

Flood, Linda (2009). Nyemissioner för 60 miljarder. *Svenska dagbladet* (Elektronisk) 7
augusti. http://www.svd.se/naringsliv/nyheter/artikel_3319435.svd (2009-11-25)

Herin, Pontus (2009). Olika villkor i nyemission. *Veckans affärer* (Elektronisk) 12 december.
<http://www.va.se/vabors/2009/12/02/olika-villkor-i-nyemission/>

NasdaqOMX Nordic (2009)

<http://nordic.nasdaqomxtrader.com/newsstatistics/corporateactions/Stockholm/Issues/>

Sveriges aktiesparares riksförbund (2007). Vinst och förlust är inte alltid lätt. *Aktiespararna*
(Elektronisk). [http://www.aktiespararna.se/artiklar/Reportage/Vinst-och-forlust-inte-
alltid-latt/](http://www.aktiespararna.se/artiklar/Reportage/Vinst-och-forlust-inte-alltid-latt/) (2009-11-28)

9.5 Databaser

Thompson Datastream

9.6 Muntliga källor

Per Olsson, VD, IR bolaget, 3 november 2009..