

LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Nationalekonomiska institutionen
NEKK01 - Examensarbete kandidatnivå
VT 2010

Nyemissioner

Vilka faktorer påverkar valet av emissionstyp?

Handledare
Professor Hossein Asgharian

Författare
Daniel Collin

SAMMANFATTNING

- Titel:** Nyemissioner: Vilka faktorer påverkar valet av emissionstyp?
- Seminariedatum:** 2010-06-03
- Kurs:** NEKK01 - Examensarbete kandidatnivå, 15 hp
- Författare:** Daniel Collin
- Handledare:** Professor Hossein Asgharian
- Nyckelord:** Nyemission, företrädesemission, riktad emission, private placement, PIPE
- Syfte:** Syftet med uppsatsen är att undersöka om det går att finna vissa faktorer som påverkar valet av emissionstyp för företag.
- Teori:** Tidigare studier gjorda av skillnader mellan företrädesemissioner och riktade emissioner på andra marknader ligger till grund för uppsatsen.
- Metod:** En kvantitativ studie har genomförts av 171 nyemissioner under åren 2005 till 2009, uppdelade på 85 företrädesemissioner och 86 riktade emissioner. Olika resultatmått och storleksmått har använts för respektive företag vid datumet för nyemissionen. Slutligen gjordes en regressionsanalys av typen probit för att hitta faktorer hos företag som valde en viss emissionstyp.
- Slutsatser:** Faktorer som nyemissionens storlek och avkastning på eget kapital är statistiskt signifikanta på fem procentnivån och kan förklara företags val av emissionstyp.

ABSTRACT

- Title:** Seasoned Equity Offerings: Which Factors Affect the Choice of Offering Type?
- Seminar date:** 2010-06-03
- Course:** NEKK01 - Bachelor Essay, 15 ECTS
- Author:** Daniel Collin
- Supervisor:** Professor Hossein Asgharian
- Keywords:** SEO, Rights issue, private placement, PIPE
- Purpose:** The purpose of this essay is to examine if there are any factors which affect the choice of type of seasoned equity offerings made by companies.
- Theoretical Perspectives:** The theory applied in this essay is based on previous studies about the differences between rights issues and private placements carried out on other markets.
- Methodology:** A quantitative study has been carried out of 171 seasoned equity offerings during the years 2005 to 2009, divided into 85 rights issues and 86 private placements. Several ratios of performance and size have been used for each respective company from the date the equity offering was carried out. Finally, a regression analysis of the probit model was made in order to find factors which affected companies' choice of a certain type of equity offering.
- Conclusion:** Factors as the size of the equity offering and return on equity have a statistically significant relationship with the choice of type of equity offering down to the five percent level.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1. INLEDNING	5
1.1 BAKGRUND	5
1.2 PROBLEMDISKUSSION.....	6
1.3 PROBLEMFÖRMULERING.....	7
1.4 SYFTE.....	7
1.5 AVGRÄNSNINGAR.....	7
1.6 DEFINITIONER OCH BEGREPP	9
1.7 DISPOSITION.....	9
2. TEORI	11
2.1 NYEMISSIONER.....	11
2.2 TIDIGARE STUDIER	12
2.3 PECKING ORDER OCH ADVERSE SELECTION.....	13
2.4 HYPOTESKONSTRUKTION	14
3. METOD	18
3.1 VAL AV METOD	18
3.2 PROBITMODELLEN.....	18
3.3 DATA.....	20
3.3.1 <i>Datainsamling</i>	20
3.3.2 <i>Bearbetning av data</i>	21
4. RESULTAT OCH ANALYS	23
4.1 BESKRIVANDE STATISTIK	23
4.2 PROBITMODELLEN.....	26
5. SLUTSATS	34
5.1 FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING.....	35
6. KÄLLFÖRTECKNING	37
BILAGA 1: T-TEST	39
BILAGA 2: HOSMER-LEMESHOW-TEST	41
BILAGA 3: FÖRETRÄDESEMISSIONER.....	42
BILAGA 4: RIKTADE EMISSIONER	43

1. INLEDNING

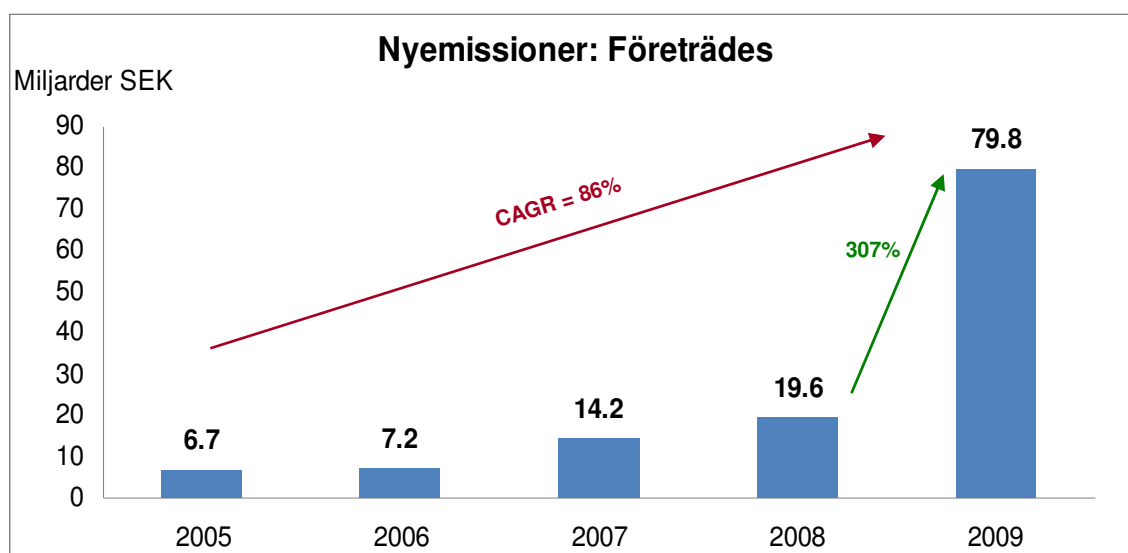
1.1 BAKGRUND

Få finansiella beslut har lika stor genomslagskraft för företag som beslut rörande dess kapitalstruktur. Publika företag kan främst finansiera sig genom emitterandet av obligationer eller aktier. Ända sedan Modigliani och Miller vann Nobelpriset i ekonomi under 1950-talet har det debatterats om vad som har betydelse och vad som inte har betydelse för ett företags kapitalstruktur. (Shivdasani & Zenner, 2005)

Korwar & Masulis (1985) fastslår att nyemissioner påverkar företag på huvudsakligen två sätt: den första inverkan är den minskning av företagets skuldsättningsgrad som inträffar på grund av ökning i aktiekapitalet. Den andra är att intäkterna från emitterandet av nya aktier används till investeringar i anläggningstillgångar.

Den 15 september 2008, bara några månader efter Bear Stearns påskyndade räddning från JPMorgan Chase, ansökte Lehman Brothers om konkursskydd. Paniken spred sig som en löpeld genom finansmarknaderna. Penningmarknadsfonder som har som mål att nå avkastning för sina aktieägare medan man håller en NAV-kurs på 1\$ och som ofta anses vara en av de säkraste platser att ha sina pengar i, föll under denna NAV-riktkurs veckan efter Lehman Brothers kollaps. Detta betydde att folk förlorade pengar då de försökte ta ut kapital från de allra säkraste investeringsfonderna. Kapitalmarknaderna fullkomligt torkade upp och i samband med kraftigt dalande aktiepriser kunde företag i princip bara titta på hur marknaden förväntade sig en kraftig recession (Brewster et al., 2008). S&P500 sjönk med 46% från veckan då Lehman Brothers kollaps inträffade fram till den 9 mars 2010. Stockholmsbörsen (OMXSPI All Share Index) sjönk samma period med 30% (Nasdaq OMX, 2010).

Figur 1 nedan innehållande data från Nasdaq OMX (2010) visar att det samlade värdet på antalet företrädesemissioner fullkomligt exploderade mellan 2008 och 2009. Ökningen var så stor som 307% vilket resulterade i att nya aktier emitterades till ett totalt värde av 79,8 miljarder kronor år 2009. År 2005 emitterade bolagen noterade på Stockholmsbörsen nya aktier till ett värde av 6,7 miljarder kronor. På årsbasis har värdet av nyemissioner ökat med 86% mellan åren 2005 till 2009.



Figur 1. Nyemissioner (företrädesemissioner) på Stockholmsbörsen 2005-2009

Eckbo et al. (2007) tittar även på motiven bakom nyemissioner och finner att de varierar. De fastslår att de huvudsakliga motiven för kapitalanskaffningen är att den ska hjälpa till att finansiera anläggningstillgångar och nya investeringsprojekt.

Under senare år har private placements (riktade emissioner) blivit alltmer populära i USA. En riktad emission innebär att emissionen riktar sig till en speciell investerare eller ett konsortium av investerare. Man bortser då från befintliga aktieägares företrädesrätt till emissionen, vilket de har genom teckningsrätter vid företrädesemissioner. (Eckbo et al., 2007)

Figur 1 visar alltså endast företrädesemissioner och bortser från riktade emissioner, vilket inte ger en rättvisande bild av nyemissionsmarknaden i Sverige.

Så vitt jag vet har det inte gjorts några tidigare studier eller jämförelser av faktorerna som påverkar valet mellan riktad emission och företrädesemission på Stockholmsbörsen, med undantag för studier av aktieprisreaktioner. Jag vill med den här undersökningen utreda vilka faktorer som påverkar valet av emissionstyp.

1.2 PROBLEMDISKUSSION

Det har gjorts många studier över hur företag väljer att finansiera sig med eget kapital, framförallt på den amerikanska marknaden. Mängder av studier har även undersökt hur aktiekursen utvecklas efter att ett företag har genomfört en börsintroduktion eller nyemission.

Flertalet studier har också jämfört börsintroduktioner med nyemissioner för att se hur aktiekursen påverkas av olika typer av finansiering av eget kapital.

I USA, precis som i Sverige, har det totala värdet av nyemissioner ökat kraftigt de senaste åren (Nasdaq OMX, 2010). Det har genomförts många studier av amerikanska företags utnyttjande av fenomenet ”PIPE:s”, eller private placements, vilka är de amerikanska motsvarigheterna till vad vi i Sverige kallar för riktade nyemissioner.

Kvalificerad majoritet enligt aktiebolagslagen krävs från bolagsstämman vid ett beslut om riktade emissioner och därmed möjligheten att bortse från de befintliga aktieägarnas företrädesrätt. Detta gäller både vid beslut av riktade av aktier samt konvertibler (Krusell, 2005).

Det har inte gjorts tillräckliga studier om marknaden för nyemissioner i Sverige. Ofta bortser man från att inkludera riktade emissioner då det är svårt att hitta datamaterial om dessa.

1.3 PROBLEMFÖRMULERING

Vilka faktorer avgör valet av nyemission för de noterade bolagen på Stockholmsbörsen? Kan olika resultatmått och mått på storleken på företags tillgångar visa att vissa företag tenderar att välja en viss typ av nyemission?

1.4 SYFTE

Syftet med uppsatsen är att undersöka om det går att finna vissa faktorer som påverkar valet av emissionstyp för företag.

1.5 AVGRÄNSNINGAR

Jag har valt att undersöka nyemissioner uppdelat på företrädesemissioner och riktade emissioner som har genomförts från år 2005 till år 2009. Anledningen till denna tidsram är att det blir svårare att få tag i tillförlitlig data ju längre bak i tiden man går. Något som emellertid är väldigt positivt med detta tidsintervall är att det inkluderar både en högkonjunktur och en

lågkonjunktur vilket borde ge en god bild av företagens mått på tillgångar och resultat över konjunkturcykeln.

Typerna av riktade emissioner som har inkluderats är av typen kontant och konvertibler med signifikant värde. Endast riktade emissioner i form av teckningsoptioner har inkluderats om värdet på dessa har varit av betydande storlek för företaget i fråga. Personaloptionsprogram har helt och hållet exkluderats.

Jag har valt att endast inkludera de företag som är noterade eller har varit noterade på det som idag är Stockholmsbörsens Large-, Mid- och Small Cap-listorna. Vissa företag har från början inkluderats i urvalet av nyemissionerna men har sen uteslutits då det inte har gått att hitta någon fundamental data. Detta kan bland annat bero på att företag har blivit uppköpta, avnoterade eller gått i konkurs, för att nämna de vanligaste orsakerna.

På grund av uppsatsens begränsade tidsram har jag inte tagit hänsyn till faktorer såsom antal analytiker som följde bolaget vid nyemissionens tillfälle och kostnadsskillnader vid de båda typerna av nyemission samt bolagens ägarstrukturer.

Jag har valt att manuellt söka igenom årsrapporter och pressmeddelanden för samtliga bolag som är inkluderade i Large- och Mid Cap-listorna för att eventuellt hitta ytterligare riktade emissioner som databaserna kan ha glömt att inkludera. Företag noterade på Small Cap-listan har inte manuellt genom sökts på grund av den begränsade tidsramen.

1.6 DEFINITIONER OCH BEGREPP

Nyemission:	Emitterandet av nya aktier i ett aktiebolag.
Företrädesemission:	Nuvarande aktieägare ges företräde att teckna nya aktier i nyemissionen.
Riktad emission:	Nyemissionen riktar sig till en specifik grupp av investerare, ibland utländska för att sprida aktieägandet i bolaget.
Private Placement:	Ekvivalent med riktad emission.
PIPE:	Private Investment in Public Equity, ekvivalent med private placement och riktad emission.
Open offer:	Öppen emission. Emission öppen för alla att teckna, således ingen företrädesrätt för befintliga aktieägare. Förekommer främst i USA.
SEO:	Seasoned Equity Offering, ekvivalent med nyemission.
CAGR:	Compound Annual Growth Rate.

1.7 DISPOSITION

Kapitel 2 – Teori

I detta kapitel presenteras flertalet tidigare studier i ämnet tillsammans med teorier om kapitalstruktur. Efter att läsaren har fått bilda sig en uppfattning om ämnet som helhet avslutas kapitlet med hypotesformuleringen.

Kapitel 3 – Metod

Metodkapitlet redogör för val av metod inklusive regressionsanalys samt det praktiska tillvägagångssättet av insamlandet, bearbetning och regressionsanalys av datamaterialet.

Kapitel 4 – Resultat och analys:

I detta kapitel presenteras och analyseras först datamaterialet genom beskrivande statistik och därefter regressionsanalysen.

Kapitel 5 – Slutsatser:

I femte kapitlet sammanfattas resultaten och hypotesprövningar utförs. Kapitlet avslutas med förslag och tankegångar gällande vidare forskning kring ämnet.

2. TEORI

2.1 NYEMISSIONER

Det finns främst två typer av nyemissioner för svenska företag att välja mellan då de behöver aktiekapitaltillskott: företrädesemission och riktad emission. (Euroclear, 2009)

Företrädesemissioner innebär att företaget erbjuder befintliga aktieägare att teckna nya aktier i proportion till sin ägarandel. Aktieägarna erhåller teckningsrätter som ger rätten att teckna ett visst antal aktier. De befintliga aktieägarna skyddas genom en företrädesemission från underprissättning och utspädning då företrädesemissionen låter aktieägarna behålla samma procentuella ägarandel. Denna typ av nyemission är inte lika vanlig i USA, där öppna emissioner är den dominerande typen. (Berk & DeMarzo, 2007 s.772)

Ofta erbjuds de aktier som emitteras i samband med företrädesemissioner till en rabatt på normalt 10-20% av den egentliga aktiekursen. Om aktieägarna inte vill eller kan teckna nya aktier i emissionen kan de sälja teckningsrätterna vidare. (Arnold 2005, s.384)

Ett stycke hämtat från Euroclears hemsida (före detta VPC) förklarar tydligt skillnaden mellan företrädesemissioner och riktade emissioner eller så kallade private placements:

”Om nyemissionen i stället riktar sig enbart till en grupp av tilltänkta aktieägare, kallas det för en riktad nyemission. En riktad nyemission innebär att rätten att teckna i nyemissionen riktas till annan målgrupp än bolagets samtliga nuvarande aktieägare. Det är vanligt att nyemissionen riktas till exempelvis allmänheten eller de anställda i bolaget.”

Euroclear (2010)

De juridiska skillnaderna i Sverige mellan riktade emissioner och företrädesemissioner beskrivs av Krusell (2005). Enligt aktiebolagslagen krävs det kvalificerad majoritet, alltså 2/3 majoritet, vid omröstning om en riktad emission. Bolagsstämman kan efter omröstning ge bemyndigande till styrelsen att genomföra en riktad emission som då kan bortse från de befintliga aktieägarnas företrädesrätt.

2.2 TIDIGARE STUDIER

Som tidigare nämnts har det genomförts mängder av studier av marknaden för nyemissioner, främst i USA. Nedan beskrivs ett urval av dessa som alla ligger till grund för inspirationen av denna uppsats.

”Are PIPEs a Bet on Growth Opportunities” av Ellis & Twite (2008) undersöker PIPE:s fem år tillbaka i tiden från år 2005. Studien påvisar att faktorer såsom företagets storlek, prestation och informationsasymmetri påverkar användandet av PIPE:s. Mer specifikt minskade sannolikheten för att ett företag skulle genomföra en PIPE med ökad storlek på tillgångarna och förbättrad lönsamhet. Studien finner även stöd för att ju högre osäkerheten om företagets framtida kassaflöden och lönsamheten på dess framtida tillväxtmöjligheter är desto mer påtaglig blir informationsasymmetrin. Ellis & Twite upptäckte också att mindre forskning och utvecklings-intensiva företag tenderade att välja finansiering genom PIPE:s än traditionella nyemissioner (se open offer), vilket ofta gjordes i företagets tidiga tillväxtstadium.

Året innan nyemission (PIPE och open offer) hade ofta företagen negativa kassaflöden och var således beroende av extern finansiering. Majoriteten av de företag som valde att genomföra en PIPE hade positiv aktieavkastning tolv månader före emissionen. (Ellis & Twite, 2008)

Några av Ellis & Twites teorier stöds även av Chen et al. (2010) som i sin studie ”The Choice of Equity Selling Mechanisms: PIPEs Versus SEOs” via sin probitmodell av den mer avancerade typen finner stöd för argumentet att den växande PIPE-marknaden fyller ett kapitalbehov för vissa företag som inte alltid har tillgång till de traditionella finansieringsalternativen. Det som ligger till grund för denna brist på tillgång är främst informationsasymmetri och dåliga resultat. Dessutom hittas bevis för att sannolikheten att företag väljer att utföra en PIPE är högre om aktiemarknaden och företagets aktie underpresterar. Slutligen, fastställer Chen et al. (2010) att vissa företag som har tillgång till de publika kapitalmarknaderna föredrar att utföra en PIPE på grund av kostnadsskäl, då en PIPE är betydligt billigare att utföra än en standardiserad nyemission (se open offer i USA). Några av variablerna som har använts i deras regressionsanalys är bland annat: antalet aktieanalytiker som följer bolaget, emissionskostnader, olika tidsintervall för Buy-and-Hold Abnormal Returns och storleken på företagets tillgångar på balansräkningen.

Chaplinsky & Haushalter (2003) finner att drygt 80% av företagen inkluderade i deras studie hade negativt rörelseresultat, 60% hade haft fallande aktiekurser samt i genomsnitt en avkastning på totalt kapital under de två åren innan nyemissionen. Utöver detta finner de som genomför en private placement/ riktad emission generellt är mindre företag och att de emitterar mindre belopp.

De amerikanska studierna påpekar ofta att det är relativt enkelt för ett företag att genomföra en private placement/ riktad emission i USA jämfört med andra länder. Gång på gång anmärker man på hur de europeiska länderna i högre grad har lagstiftningar och regleringar som skyddar befintliga aktieägare och detta är en bidragande orsak till antalet riktade emissioner som genomförs. Främst är det Martos-Vila (2009) som beskriver hur företag i USA kan använda sig av undantag i SEC:s regler och emittera aktier för senare registrering. Vidare anmärks att private placements i USA kan genomföras på mellan sju till tio dagar medan andra konventionella nyemissioner kan ta mellan tre och upp till nio månader att slutföra.

2.3 PECKING ORDER OCH ADVERSE SELECTION

Stewart Myers framhåller med sin Pecking Order-hypotes företags preferenser av finansieringsmedel. När företag står inför ett beslut gällande möjliga lönsamma investeringar vill de enligt Pecking Order-hypotesen först och främst finansiera sig med interna medel och högst upp på den listan är kvarhållna vinstmedel. Om kapital fortfarande saknas efter utnyttjandet av vinsterna från föregående räkenskapsår vänder sig företagen till kapitalmarknaderna för att skaffa sig ytterligare kapital. Valet av finansiering företagen nu står inför är att antingen emittera obligationer eller aktier. Företagen väljer först att emittera obligationer innan man som sista utväg väljer att emittera nya aktier i form av en nyemission. (Arnold 2005, s.818)

Arnold (2005) påvisar Myers konstaterande att till skillnad från Modigliani Miller-teoremet finns det ingen specifik kapitalstruktur man eftersträvar. Istället anser Myers att finansiering av eget kapital både är högst upp som längst ner på önskelistan. Högst intern finansiering genom eget kapital och lägst extern finansiering genom eget kapital. (Arnold 2005, s.818)

Det har gjorts många studier av hur aktiekursen utvecklar sig för företag som meddelar att det tänker genomföra en nyemission. Enligt Berk & DeMarzo (2007, s. 772) välkomnar i genomsnitt marknaderna en nyhet om nyemission med fallande aktiekurs för företaget i fråga. Vidare förklaras att ibland kan till och med detta kursfall var en betydande del av det belopp som ska emitteras.

Arnold (2005) anger studien gjord av Myers & Majluf (1984) som en förklaring till varför en planerad nyemission av ett företag kan uppfattas som negativa nyheter. Förklaringen innebär att cheferna på ett företag bara beslutar om emitterandet av aktier om de anser att företagets aktier är övervärderade. Detta innebär att beslutsfattarna har en fördel i sådan typ av information som aktieägarna inte kan besitta. Således vill cheferna på företaget finansiera sig genom skulder om de anser att dess aktie är undervärderad. Av den orsaken sägs aktieägarna inneha ett så kallat adverse selection-premium då de har ett högre avkastningskrav, vilket gör att extern finansiering av eget kapital (till exempel nyemission) till ett dyrare finansieringsalternativ än emitterandet av obligationer. På grund av detta kan man då dra slutsatsen att endast desperata företag finansierar sig med genom nyemissioner. (Arnold 2005, s.818)

Både Berk & DeMarzo (2007) och Arnold (2005) går ett steg längre och nämner att forskare, specifikt Stewart (1990), anser att företag som genomför en nyemission vill ta vara på en övervärderad aktiekurs för på så vis kunna stärka sin kassa. (Arnold 2005, s.819)

2.4 HYPOTESKONSTRUKTION

Med hänvisning till problemdiskussionen och med hjälp av teoriavsnittet ovan har jag kommit fram till följande hypoteser att testa mot nedanstående variabler för att undersöka hur företag på Stockholmbörsen väljer typ av nyemission att genomföra.

Nyemissionens storlek

Storleken på nyemissionen visar det belopp företaget har emitterat aktier för. Tidigare studier har exempelvis visat att riktade emissioner tenderar att vara mindre än det som motsvarar företrädesemissioner i Sverige. Hypotesen konstrueras enligt:

H_0 = Det **existerar inte** ett statistiskt signifikant samband mellan storleken på emissionen och valet av riktad emission.

H_1 = Det **existerar** ett statistiskt signifikant samband mellan storleken på emissionen och valet av riktad emission.

Företagets bokförda tillgångar (balansräkning)

Denna variabel visar företagets totala bokförda tillgångar. Jag ska undersöka om denna variabel har något signifikant samband med valet av emissionstyp.

H_0 = Det **existerar inte** ett statistiskt signifikant samband mellan storleken på företagets totala tillgångar och valet av riktad emission.

H_1 = Det **existerar** ett statistiskt signifikant samband mellan storleken på företagets totala tillgångar och valet av riktad emission.

Avkastning på eget kapital

Avkastning på eget kapital, eller return on equity, visar ett företags lönsamhet i termer av hur mycket vinst det kan generera med det kapital som aktieägarna har investerat. Kvoten visar resultatet som ett procenttal av eget kapital. Avkastning på eget kapital beräknas enligt formeln:

$$\text{Avkastning på eget kapital} = \frac{\text{Årets resultat}}{\text{Eget kapital}}$$

H_0 = Det **existerar inte** ett statistiskt signifikant samband mellan företagets avkastning på eget kapital och valet av riktad emission.

H_1 = Det **existerar** ett statistiskt signifikant samband mellan företagets avkastning på eget kapital och valet av riktad emission.

Market to book-kvot

Market to book-kvoten är ett sätt att visa hur marknaden värderar företaget relativt till dess bokförda tillgångar. Marknadsvärdet är sålunda företagets börsvärde, vilket man får genom att multiplicera aktiepriset med totala antalet aktier. Om ett företag har två aktieklasser, till exempel A- och B-aktier, beräknar man börsvärdet för varje aktieklass och därefter summerar man dem för att nå fram till börsvärdet. Om kvoten är högre än 1 visar detta att aktiemarknaden värderar företaget högre än dess likvidationsvärde. (Berk & DeMarzo, 2007)

Market to book-kvoten räknas ut enligt formeln:

$$\text{Market to book} - \text{kvot} = \frac{\text{Börsvärde}}{\text{Bokförda värdet av eget kapital}}$$

H_0 = Det **existerar inte** ett statistiskt signifikant samband mellan företagets market to book-kvot och valet av riktad emission.

H_1 = Det **existerar** ett statistiskt signifikant samband mellan företagets market to book-kvot och valet av riktad emission.

Aktieavkastning mot index

Variabeln aktieavkastning mot index visar företagets avkastning från det senaste fulla räkenskapsåret i jämförelse mot Stockholmsbörsen All Share (OMXSPI). Genom att utgå från företagets aktieavkastning i procent för räkenskapsåret innan nyemissionen och sedan subtrahera detta med avkastningen för OMXSPI för samma period får vi ett mått på om företagets aktie har gått bättre än index eller inte.

Då företag ofta beslutar om framtida nyemissioner eller ger styrelsen bemyndigande att i framtiden genomföra en, ansåg jag denna variabel vara mycket intressant.

H_0 = Det **existerar inte** ett statistiskt signifikant samband mellan företagets aktieavkastning föregående år och valet av riktad emission.

H_1 = Det **existerar** ett statistiskt signifikant samband mellan företagets aktieavkastning föregående år och valet av riktad emission.

Vinst

Vinstvariabeln är en dummyvariabel som antar värdet 1 om företaget gått med vinst för räkenskapsåret innan nyemissionen, och 0 om det gått med förlust.

H_0 = Det **existerar inte** ett statistiskt signifikant samband mellan om företaget har gått med vinst föregående år och valet av riktad emission.

H_1 = Det **existerar** ett statistiskt signifikant samband mellan om företaget har gått med vinst föregående år och valet av riktad emission.

Konjunkturläge

Då det finns en hel del teorier om hur tidpunkten för nyemissioner väljs har jag valt att inkludera en dummyvariabel som visar konjunkturläget. Med denna variabel ska jag kunna specificera om ett företag har genomfört en nyemission i högkonjunktur eller lågkonjunktur. Eftersom urvalet av nyemissioner sträcker sig från den 1 januari 2005 till den 31 december 2009 betyder detta att tidsintervallet faktiskt innehåller både en högkonjunktur och en lågkonjunktur. Stockholmsbörsen All Share Index (OMXSPI) noterade sin topp den 16 juli 2007 då index nådde en nivå på 427,24. En lågkonjunktur enligt IMF har inträffat då ett land har haft negativ BNP-tillväxt i två kvartal i rad (IMF, 2009). Under tredje kvartalet 2008 hade Sverige gått in i en lågkonjunktur, eller recession (Privata Affärer, 2008).

Alla nyemissioner som genomförts innan lågkonjunkturen startade antar ett värde av 1, och alla datum efter tredje kvartalet 2008 har klassificerats som lågkonjunktur och fått värdet 0.

H_0 = Det **existerar inte** ett statistiskt signifikant samband mellan om företaget har genomfört dess nyemission i en högkonjunktur och valet av riktad emission.

H_1 = Det **existerar** ett statistiskt signifikant samband mellan om företaget har genomfört dess nyemission i en högkonjunktur och valet av riktad emission.

3. METOD

3.1 VAL AV METOD

Tidigare studier av ämnet, främst över marknaden för nyemissioner i USA ligger till grund för analysen. Denna studie använder sig av en kvantitativ ansats med avseende på datamaterialet och de olika hypotesformuleringarna i föregående avsnitt.

Genom statistisk inferens försöker jag nå fram till slutsatser som kan förklara hur företagen på Stockholmsbörsen väljer typ av nyemission. En regressionsanalys av typen probit kommer utföras för att kunna testa om de olika nollhypoteserna ska accepteras eller förkastas. Regressionsanalysen kommer att kompletteras av ett kortare avsnitt beskrivande statistik.

3.2 PROBITMODELLEN

Problem uppkommer när den beroende variabeln vid en regressionsanalys är av kvalitativ natur. Den beroende variabeln utgörs av två typer av nyemissioner (Kennedy, 2008). Antingen är det en riktad emission eller en företrädesemission som undersöks. Detta medför att den beroende variabeln är binär. På grund av detta kan inte en vanlig OLS-regression utföras utan en binär regressionsanalys måste användas (Kennedy, 2008).

Probitmodellen är en lämplig modell för att kunna fastställa kvantiteten av förhållandet mellan riktade emissioner och företrädesemissioner. Probitmodellen ser ut på följande sätt:

$$y_i = \beta' x_i + \varepsilon_i$$

Där y_i är den beroende variabeln och anger händelsen av en riktad emission för observation i , β_i är en vektor av koefficienter där en konstant är inkluderad och ε_i är en normalfördelad felterm. I formeln antar y_i antingen värdet 1 eller 0 enligt:

$$y_i = \begin{cases} 1, & \text{om } y_i \text{ är en riktad emission} \\ 0, & \text{om } y_i \text{ är en företrädesemission} \end{cases}$$

Därför antar den beroende variabeln, typ av emission, värdet 1 om det är en riktad emission och värdet 0 om det är en företrädesemission. Den beroende variabeln är en dummy-variabel.

Formeln för analysen kommer mer detaljerat få utseendet:

$$\Pr(y = 1) = \beta_0 + \beta_1(x_1) + \beta_2(x_2) + \dots + \beta_n(x_n)$$

Där β_0 representerar konstanten och $\beta_1(x_1)$ visar variabeln och dess koefficient.

Normalt sett visar koefficienternas värde själva marginaleffekten av den oberoende variabeln. Detta är inte fallet då en binär regressionsmodell tillämpas eftersom den inte är linjär. Det enda man med säkerhet kan analysera av koefficienten är dess tecken som visar vilken effekt den har på den beroende variabeln. Man måste istället utföra nya skattningar för att nå fram till den verkliga marginaleffekten, som är en funktion av koefficienten. Som en tumregel kan man dock snabbkalkylera detta genom att dividera koefficienterna med talet 2,5 för att få en ungefärlig uppfattning hur stor marginaleffekten kommer att vara. (Wooldridge, 2003. s.559-563)

Man kan med hjälp av marginaleffekten tolka hur en förändring av en enhet x_j -variabel påverkar sannolikheten $P (y = 1)$. Partiell derivering krävs för att erhålla marginaleffekten enligt formeln:

$$\frac{\partial E(y_i | x_i, \beta)}{\partial x_{ij}} = f(-x_i, \beta) \beta_j$$

Där koefficienten β_j således anger hur en ändring av x_j påverkar vilken riktning effekten tar då positiva β_j i kombination med växande x_j kommer att öka sannolikheten av $P (y = 1)$. (Wooldridge, 2003)

Till skillnad från en vanlig linjär regressionsanalys, kan R^2 -värdet inte användas för att kontrollera probitmodellens förklaringsgrad (Kennedy, 2008). Istället kan vi beräkna ett McFadden R^2 -värde, som är en modifikation av det riktiga R^2 -värdet, och därmed kan McFaddens R^2 inte anses vara lika pålitlig som dess förebild. Dock kan vi observera värdet av detta för att undersöka om modellen antar något extremt värde.

T-test kommer att göras på de förklarande variablerna i probitmodellen för att kunna se om det kan vara slumpen som förklarar skillnaderna i medelvärde eller om det finns någon bakomliggande orsak.

Vidare kommer modellens pålitlighet att testas genom ett Goodness-of-Fit-test av typen Hosmer-Lemeshow. Detta test kan visa om datamaterialet som använts till undersökningen är lämplig för regressionsanalysen. Testet undersöker hur väl det observerade datamaterialet överensstämmer med de förväntade värdena. Testresultatet kommer indikera om vi bör förkasta modellen i det fall den inte har en god passform till datamaterialet.

Avslutningsvis kommer modellen testad för graden av multikolinjäritet som presenteras genom en korrelationsmatris i avsnittet för beskrivande statistik. Multikolinjäritet innebär att flera av de förklarande variablerna är starkt korrelerade med varandra och skapar därmed problem för modellen. Om två variabler har en hög korrelation går det inte att förklara vilken av variablerna som värdet av Y beror på.

3.3 DATA

Den data som ligger till grund för uppsatsen består av 171 stycken nyemissioner, varav 85 är företrädesemissioner och 88 är riktade emissioner.

3.3.1 Datainsamling

Statistik över företrädesemissioner har erhållits direkt från Nasdaq OMX:s informationsavdelning. Då Nasdaq OMX endast har tillgänglig data över riktade emissioner för åren 2008 och 2009 har data för åren 2005-2007 istället inhämtats från Bloomberg som är ett finansiellt informationsföretag som bl.a. erbjuder finansiell data.

Utöver detta har jag själv manuellt sökt igenom årsredovisningar och pressmeddelanden för samtliga bolag som är inkluderade i Large- och Mid Cap-listorna. Detta har främst gjorts genom att studera hur utvecklingen av det egna kapitalet har sett ut. Om ingen information har kunnat nås via årsredovisningar eller pressmeddelanden har jag ringt till investor relations-avdelningar. Som tidigare nämnts som avgränsning har jag inte, på grund av uppsatsens begränsade tidsram, manuellt gjort samma genomsökning för de företag som är noterade på

Small Cap-listan. Det bör tilläggas att jag redan hade sökt igenom alla bolagen när jag erhöll datan från Bloomberg.

Olika nyckeltal för de bolag som genomfört en nyemission har hämtats med hjälp av Thomson Datastream. All fundamental data om bolagen har samlats in från året innan nyemissionen gjorts. Till exempel: Om en nyemission genomfördes under 2009 har data samlats in från räkenskapsåret 2008. Denna metod har också använt för att beräkna avkastningen på företagets aktie. Market to book-kvoten använder sig dock av börsvärdet från samma dag som nyemissionen genomförts.

De bolag som har genomfört en nyemission men inte kan hittas i Datastreams databas har exkluderats från urvalet. Detta kan bland annat bero på att företag har blivit uppköpta, avnoterade eller gått i konkurs, för att nämna de vanligaste orsakerna. Om ett företag har genomfört en nyemission samma år som sin börsintroduktion har Stockholmsbörsens avkastning för föregående år istället använts.

Om ett företag har haft negativt eget kapital har inte nyckeltalet avkastning på eget kapital kunnat beräknas. I detta fall har genomsnittet för de företagen som har genomfört den emissionstypen använts.

Indexutvecklingen för Stockholm All Share (OMXSPI) har laddats ned från Nasdaq OMX:s hemsida.

3.3.2 Bearbetning av data

I Microsoft Excel har nyemissionerna kodats om till att anta ett värde av antingen 1 eller 0, beroende på om det är en riktad emission eller företrädesemission.

Datamaterialet har importerats till programmet Eviews där olika beräkningar och regressionsanalysen av probitmodell har utförts. Den naturliga logaritmen har använts för faktorerna emissionsstorlek (ln size) och företagets storlek på tillgångarna (ln assets). Detta för att motverka de väldigt stora varianserna som funnits hos variablerna och på så sätt kunna göra en bättre estimering. Eviews har också använts för att beräkna korrelationsmatrisen och

marginaleffekterna för variablerna då de standardiserade koefficientvärdena inte är riktigt rättvisande.

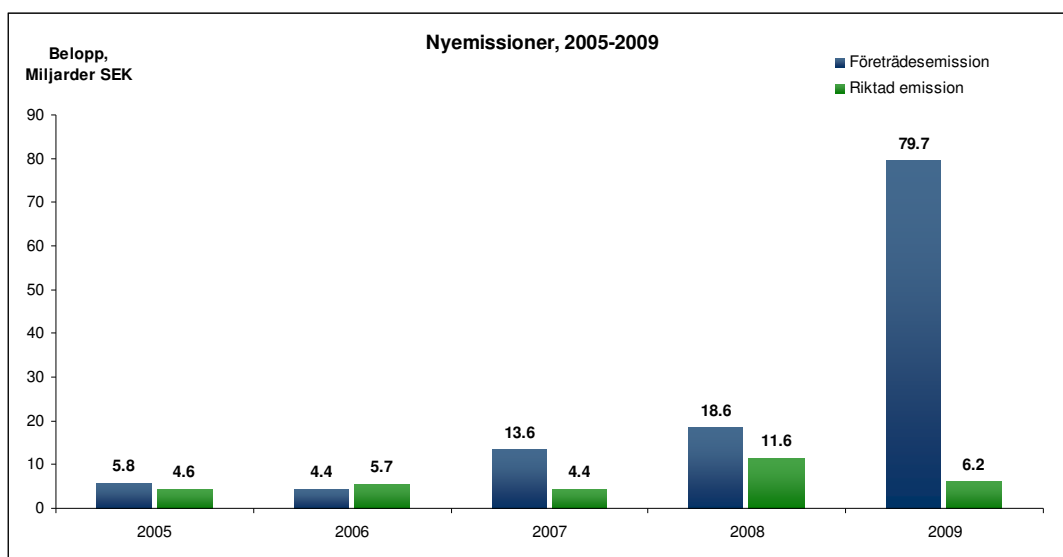
All data som har insamlats har sammanställts i Microsoft Excel för att kunna framställa grafer och liknande statistik över datamaterialet.

4. RESULTAT OCH ANALYS

I detta avsnitt beskrivs först statistiken kring datamaterialet. Därefter presenteras resultaten av probitmodellen. Test för hur pass väl regressionsanalysen passar datamaterialet presenteras också och analyseras. I bilaga 1 återfinns t-testen för variablerna.

4.1 BESKRIVANDE STATISTIK

Datamaterialet utgörs av totalt 171 stycken nyemissioner, varav 85 är av typen företrädesemission och 86 av typen riktad emission. Initialt bestod rådatamaterialet av 111 stycken företrädesemissioner och 106 stycken riktade emissioner. Som tidigare nämnts behövdes en hel del data om företagens finanser laddas ner från Datastream och de bolag som blivit uppköpta, gått i konkurs eller avnoterats av annan orsak fick exkluderas. Trots detta har hela 79% av antalet nyemissioner från rådatamaterialet kunnat analyseras.



Figur 4.1: Nyemissioner uppdelat per typ

Figur 4.1 visar hur tillväxten av nyemissioner har skett uppdelat per observationsår. Det totala värdet av företrädesemissioner fullkomligt exploderade år 2009 till 79,7 miljarder från 18,6 föregående år. De riktade emissionerna stod år 2009 endast för 6,2 miljarder, detta var även en minskning från föregående år. Till skillnad från de riktade emissionerna har företrädesemissionerna ökat mellan åren 2006-2009. Anledningen till att siffrorna över företrädesemissioner i figur 4.1 skiljer sig från figur 1 i inledningsavsnittet är att figur 1 innehåller rådatamaterialet som erhöles direkt från Nasdaq OMX. Bara ett år, 2006, har det totala beloppet av riktade emissioner överstigit värdet av företrädesemissioner. Då uppgick

värdet av riktade emissioner till 5,7 miljarder kronor medan företrädesemissioner stod för 4,4 miljarder kronor.

I tabell 4.1 går sampelstatistik att utläsas över variablerna. Medelvärde, median, standardavvikelse, maxvärde samt minvärde presenteras. Medelvärdet för storleken på nyemissionerna ligger på cirka 904 miljoner kronor. Medianen för samma variabel är på 101 miljoner kronor. Tittar man på maxvärde och minvärde noterar man att datan har haft en stor spridning. Den största nyemissionen i urvalet var över 29 miljarder kronor samtidigt som den minsta var endast 1 miljon kronor stor. Företagens bokförda tillgångar uppvisar liknande drag när det gäller datans spridning. Medelvärdet visar på över 91 miljarder kronor och medianen ger ett värde på lite över 806 miljoner kronor. Precis som för nyemissionernas storlek är standardavvikelsen också stor för denna variabel. För att utjämna för detta har jag använt den naturliga logaritmen av dessa två variabler i regressionsanalysen, vilket bör ge en bättre estimation.

	Medelvärde	Median	Std-avvikelse	Max	Min
Nyemissionens storlek	903 720 493	101 051 500	3 109 044 360	29 673 735 123	1 000 000
Företagets tillgångar	91 448 639 187	806 400 000	554 559 644 657	5 140 804 000 000	22 498 000
Avkastning på eget kapital	-0.494	-0.028	1.972	0.733	-19.629
Market to book-kvot	3.675	1.950	5.621	34.850	-5.430
Aktieavkastning mot index	-0.009	-0.216	0.999	6.763	-0.858
Vinst (dummy)	0.474	0.000	0.501	1	0
Konjunktur (dummy)	0.409	0.000	0.493	1	0

Tabell 4.1: Sampelstatistik av datamaterialet

Avkastning på eget kapital avslöjar att medelvärdet för företag som har genomfört en nyemission har varit negativ, cirka -49%. Medelvärdet drivs av några tämligen extrema värden som gör att denna siffra är något missvisande. Medianen är dock betydligt närmre 0 men standardavvikelsen visar att datan har en relativt stor spridning. Market to book-kvoten visar genom både medelvärdet och medianen att företagen värderats till ett marknadspremium sett till sina likvidationsvärden. Givetvis har vi också här en stor spridning av datamaterialet vilket ger utrymme till vidare funderingar kring företagens verkliga hälsa vid genomförandet av nyemissionerna. En anledning till att avkastningen på eget kapital kan uppvisa ett så pass negativt värde är att några företag faktiskt har haft negativt eget kapital, vilket är ett osunt tillstånd och därmed kan variabeln tyckas vara aningen missvisande i dessa fall.

Aktieavkastning mot index visar at medelvärdet har legat runt noll, med en lägre median kring cirka 22%. Det företag som presterade sämst i jämförelse med index noterade hela 86% lägre än index. Man kan inte undvika att börja fundera över om vissa företag redan befann sig i en dödsspiral och att nyemissionen användes som konstgjord andning.

Datan rörande variablerna vinst och konjunktur uppvisar intressanta karaktärsdrag. Bara 47% av företagen som genomförde en nyemission hade gått med vinst räkenskapsåret innan nyemissionen. För variabeln om konjunkturen var det bara 41% av nyemissionerna som gjordes under högkonjunktur. Detta lämnar utrymme för ytterligare frågor.

En korrelationsmatris kan lättare förklara hur variablerna är sammankopplade.

	NE Storlek	Tillgångar	Avk på EK	Mtb	Aktie-index	Vinst	Konjunktur
NE Storlek	1						
Tillgångar	0.5464	1					
Avk på EK	0.1170	0.2759	1				
Mtb	0.0515	-0.2736	-0.2280	1			
Aktie-index	0.0810	0.0394	0.1043	0.1580	1		
Vinst	0.1675	0.3684	0.3330	-0.0147	0.3009	1	
Konjunktur	0.1840	-0.2027	-0.0125	0.2035	0.3283	0.0201	1

Tabell 4.2: Korrelationsmatris

Då det alltid existerar en viss grad av korrelation mellan variablerna är frågan hur stor denna är och om den kan påverka våra slutsatser. Enligt tabell 4.2 ovan kan konstateras att den högsta korrelationen återfinns mellan variablerna Nyemissionens storlek och Företagens tillgångar med en korrelation på cirka 0,55 tätt följt av Företagens tillgångar och dummyvariabeln vinst med cirka 0,37. Analysen lider därför inte av stark korrelation mellan variablerna.

Korrelationen mellan storleken på nyemissionen och företagets tillgångar stöder teorin från Chen et al. (2010) som tidigare diskuterats om att mindre bolag tenderar att använda sig oftare av riktade emissioner än vad de riktigt stora bolagen gör. Det finns många frågetecken om just varför de gör detta och både Chen et al. (2010) och Ellis & Twite (2008) anser att informationsasymmetri är orsaken till detta. En variabel som man kunde titta närmare på är hur ägarspridningen ser ut i företagen.

Några variabler där jag förväntade mig högre korrelation var mellan dummy-variablerna vinst och konjunktur. Att konjunkturläget och vinsterna skulle vara mer sammankopplade än vad som går att utläsas från tabell 4.2 borde tyckas vara av grundläggande ekonomisk teori. Här måste de båda variablernas egenskaper beaktas här. Eftersom båda är dummy-variabler och bara kan anta ett värde av antingen 0 eller 1 är korrelationen något missvisande då man går miste om den varians och övergångsperiod från vinst till förlust som sker under konjunkturcykeln. Sen behöver de ju inte vara korrelerade då urvalet inte består av alla företag noterade på Stockholmsbörsen, utan bara de som har genomfört antingen en företrädesemission eller en riktad emission.

4.2 PROBITMODELLEN

Regressionsanalysen av probitmodell har antagit följande form för att kunna analysera datamaterialet:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1(Lnsize) + \beta_2(Lnassets) + \beta_3(Roe) + \beta_4(Mtb) + \beta_5(Share) + \beta_6(Dprofit) + \beta_7(Dbnp) + \varepsilon$$

Där:

Y_i Den beroende variabeln, antar 1 om en riktad emission är vald och 0 annars.

β_0 Koefficient, β_0 representerar interceptet.

$Ln\ size$ Den naturliga logaritmen av storleken på nyemissionen.

$Ln\ assets$ Den naturliga logaritmen av storleken på företagets bokförda tillgångar.

Roe Avkastning på eget kapital (return on equity).

Mtb Market to book-kvot.

$Share$ Aktiens avkastning relativt till index räkenskapsåret innan nyemissionen

$Dprofit$ Dummyvariabel, antar värdet 1 om företaget gick med vinst och 0 annars.

$Dbnp$ Dummyvariabel, antar värdet 1 om nyemissionen gjordes under högkonjunktur, antar 0 om den genomfördes i lågkonjunktur.

Med hänvisning till tabell 4.3 nedan kan jag konstatera att fyra av variablerna enligt regressionsanalysen har ett statistiskt signifikant samband ända ner till 5%-nivån. Mycket

intressanta resultat går att utläsa. Den naturliga logaritmen av nyemissionens storlek, *ln size*, är i allra högsta grad signifikant med valet av riktad emission då det visar på ett p-värde av 0,00. Det bokförda värdet av ett företags tillgångar, *ln assets*, uppvisar också ett statistiskt signifikant p-värde på 0,039.

Tillsammans med avkastning på eget kapital, *roe*, med p-värde 0,016, och market to book-kvoten, *mtb*, med p-värde 0,0124, är det dessa variabler som kan bevisas ha ett statistiskt signifikant samband enligt probitmodellen.

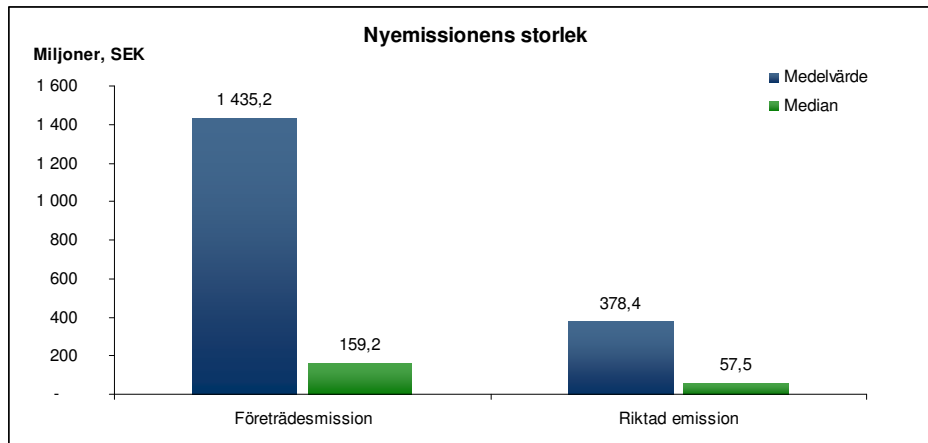
Aktieavkastningen i förhållande till index, *share*, kan inte antas ha ett accepterat signifikant samband med ett p-värde på 0.2305. Likaså gäller dummyvariablerna *Dprofit* med ett p-värde på 0,4677 och *Dbnp* med ett p-värde på 0,34.

	Koefficient	Marginaleffekt	Std. Error	Prob.
β_0	6.2622	2.3271	1.3453	0.0000
<i>ln size</i>	-0.4935	-0.1834	0.1147	0.0000
<i>ln assets</i>	0.2101	0.0781	0.1017	0.0389
<i>Roe</i>	0.0102	0.0038	0.0032	0.0016
<i>Mtb</i>	0.0920	0.0342	0.0368	0.0124
<i>Share</i>	0.2210	0.0821	0.1843	0.2305
<i>Dprofit</i>	0.2311	0.0859	0.3183	0.4677
<i>Dbnp</i>	-0.2609	-0.0970	0.2768	0.3458

Tabell 4.3: Resultat av probitmodell

Figur 4.2 visar hur medelvärde och median är uppdelat för första variabeln, nyemissionens storlek. Medelvärdet för företrädesemissioner för åren 2005-2009 ligger på över 1,4 miljarder kronor. Motsvarande värde för en riktad emission är 378,4 miljoner kronor, vilket är avsevärt mycket mindre. Om man istället tar hänsyn till medianen ser vi att både företrädesemissioner och riktade emissioner har en sned fördelning. Tolkningen av detta är att det har varit en del nyemissioner som har varit oproportionerligt stora sett till de övriga och därmed drivit upp medelvärdet.

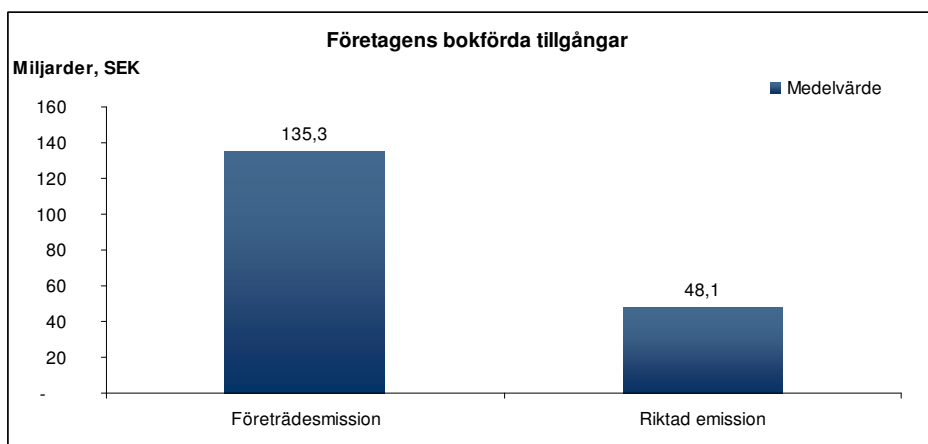
Med hjälp av t-testet som hittas i bilaga 1 går det att utläsa vilka skillnader i medelvärde mellan de båda emissionstyperna som går att förklara. Skillnaderna är således inte slumpmässiga och variabeln bedöms vara signifikant.



Figur 4.2: Medelvärde och median för emissionsbelopp uppdelat per emissionstyp

Marginal effekten av nyemissionens storlek är negativ. När variabeln ökar med en procent minskar $P(y = 1)$ med ett värde av uppskattningsvis 0,183 procentenheter. Detta tolkas som att ju större nyemissionen är desto mindre är sannolikheten att det sker en riktad emission.

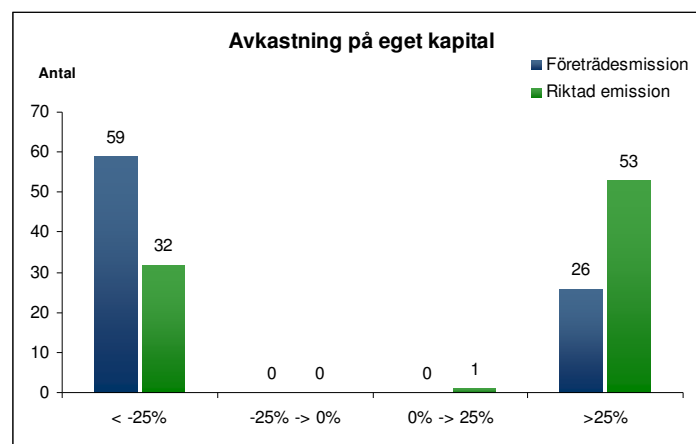
Chen et al. (2010) finner stöd för sin teori att företag tenderar att rikta sig mot specifika investerare och utföra en riktad emission om det finns en kostnadsfördel och om det råder informationsasymmetri. Detta är något som jag har svårt att bevisa med ovanstående variabel, men man skulle kunna anta att då det inte alltid föreligger prospektskyldighet i Sverige vid riktade emissioner samt att det oftast går fortare att ta in kapital vilket resulterar i att det finns anledning att fundera vidare över detta. Chen et al. (2010) hittar också samma samband mellan medelvärdena för emissionstyperna. En riktad emission har ett lägre medelvärde och genomförs ofta av ett företag med mindre tillgångar. Även Chaplinsky & Haushalter (2003) finner, som tidigare nämnts, dessa sambanden.



Figur 4.3: Medelvärde för storleken på företagets bokförda tillgångar

Medelvärden för variabeln företagens bokförda tillgångar visas ovan i figur 4.3. I genomsnitt har företag som genomfört en företrädesemission haft större storlek på tillgångskontot på balansräkningen. De företag som har gjort en riktad emission har haft ett medelvärde på 48,1 miljarder kronor på tillgångskontot medan motsvarande siffra för företrädesemissioner är 135,3 miljarder kronor. Även detta samband stämmer överrens med både Chaplinsky & Haushalter (2003) och Chen et al. (2010). Regressionsanalysen finner ett p-värde på 0,0389 och är således signifikant. Emellertid så visar variabelns t-test att det inte går att hitta ett signifikant samband i dessa skillnader och man måste då ta i beaktning att slumpen kan vara orsaken.

Marginal effekten av företagens bokförda tillgångar är positiv. När variabeln ökar med en procent ökar $P(y = 1)$ med ett värde av uppskattningsvis 0,078 procentenheter. Variabeln är också statistiskt signifikant enligt regressionsanalysen och visar att sannolikheten ökar för att det är en riktad nyemission, om än marginellt, om företaget har stora tillgångar. Detta är något som jag tycker verkar aningen motsägelsefullt med tanke på de resultat som hittills visats.



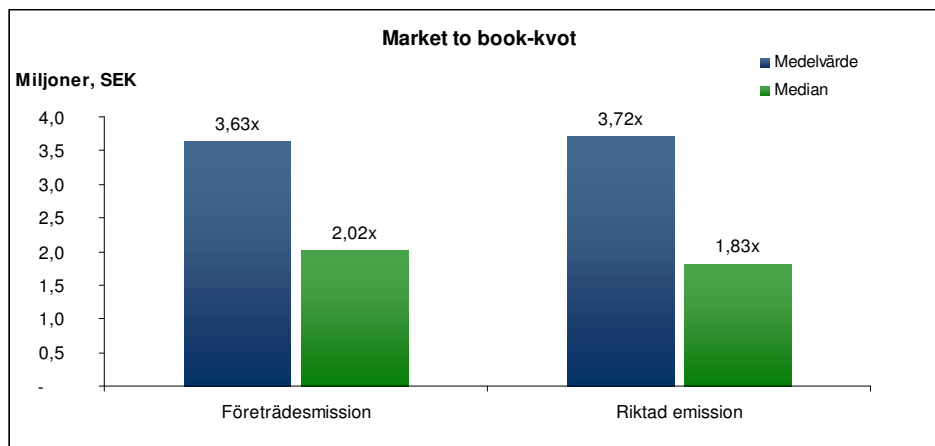
Figur 4.4: Avkastning på eget kapital

Figur 4.4 visar att spridningen är oerhört stor på hur avkastningen på eget kapital har varit. En avkastning på eget kapital över 25% visar att företaget är mycket lönsamt. Många av observationerna har dock haft avkastningar som har varit en bra bit över 25%. Även många av de företag som har haft en negativ avkastning har uppvisat betydande röda siffror.

En fråga jag ställer sig är: kan detta bero på att mycket lönsamma företag väljer att genomföra en nyemission för att expandera genom till exempel förvärv samtidigt som förlusttyngda

företag genomför en nyemission för att överleva (som tidigare diskuterats i föregående avnitt)?

Margineffekten av avkastning på eget kapital är positiv. När variabeln ökar med en procent ökar $P (y = 1)$ med ett värde av uppskattningsvis 0.0038 procentenheter. Variabeln är också statistiskt signifikant enligt probitmodellen och visar att sannolikheten ökar att det är en riktad nyemission, om än marginellt, om avkastningen på eget kapital ökar. T-testet visar även det att variabeln är signifikant.

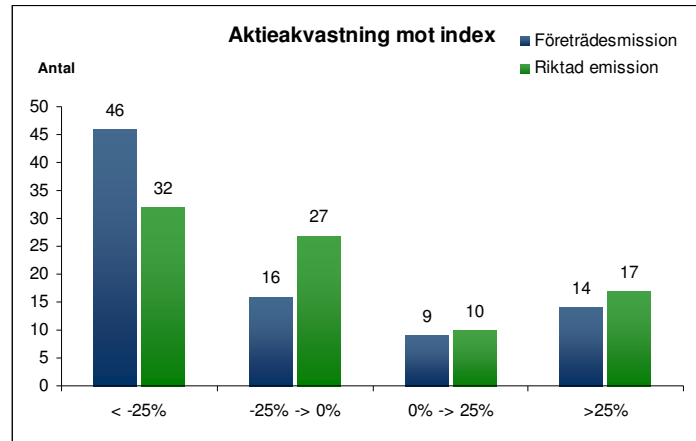


Figur 4.5: Market to book-kvot

Skillnader i market to book-kvot har inte varit stora för företagen som har valt mellan de två olika typerna av nyemission. Både medelvärde och median uppvisar liknande värden. Kvoten kan tolkas som att företagen värderas på marknaden till ett premium till det bokförda egna kapitalet. Med hjälp av figur 4.5 kan inte utläsas några stora skillnader mellan emissionstyperna vilket t-testet inte heller kan förklara.

Medelvärde för kvot över 1x signalerar att marknaden värderar företaget högre än dess likvidationsvärde. Medianen ger tecken av att spridningen är något snedviden och att market to book-värdet oftare tenderar att ligga närmre 2x. Hela 20 företrädesemissioner och 28 riktade emissioner uppvisade siffror på under 1x vilket betyder att aktiemarknaden värderar bolaget till under dess likvidationsvärde. Detta utgör cirka 24% av företrädesemissionerna och cirka 33% av de riktade emissionerna. Marknaden har alltså inte haft något större förtroende till dessa företags intjäningsförmåga.

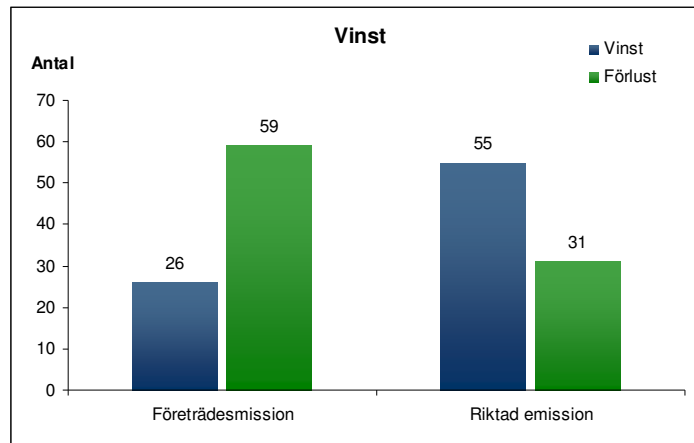
Margineffekten av market to book-kvoten är positiv. När variabeln ökar med en procent ökar $P(y = 1)$ med ett värde av uppskattningsvis 0.03 procentenheter. Variabeln är också statistiskt signifikant enligt regressionsanalysen och visar att sannolikheten ökar för att det är en riktad nyemission om market to book-kvoten ökar. Som tidigare nämnts påvisar t-testet att variabeln i sig inte är signifikant. Ett antagande måste göras att slumpen kan spela en roll i market to book-kvoten.



Figur 4.6: Företagens aktieavkastning i förhållande till index

Figur 4.6 visar jämförelsen med företagets aktieavkastning för räkenskapsåret innan nyemissionen i förhållande till Stockholmsbörsens All Share Index (OMXSPI). Aktierna för endast 23 företrädesemissioner och 27 riktade emissioner har presterat bättre än index. 62 företrädesemissioner och hela 59 riktade emissioner har gått sämre än index. Det motsvarar cirka totalt 71,7% av urvalet och uppvisar vilken syn aktiemarknaden oftast har på företaget i förhållande till index. T-testet visar på signifikans samtidigt som jag inte hittar någon signifikans för variabeln genom regressionsanalysen.

En av Ellis & Twites (2008) teorier är var att majoriteten av de företag som genomförde en riktad emission hade positiv aktieavkastning tolv månader före emissionen. Jag hittar ett visst stöd för denna teorin. Jag måste ta i beaktande att aktiekurser är instrument vars värde varierar över tiden och därför har urvalets tidsintervall en stor betydelse, speciellt efter utbrottet av den globala finanskrisen då världen har sett index över hela världen sjunka i takt med ekonomin. Hela 31% av företagen som genomförde riktade emissioner hade bättre avkastning än index. Då en stor del av företagen har haft negativa aktieavkastningar, men fortfarande presterat bättre än Stockholmsbörsen, är inte denna variabel fullt jämförbar med teorierna från Ellis & Twite (2008).

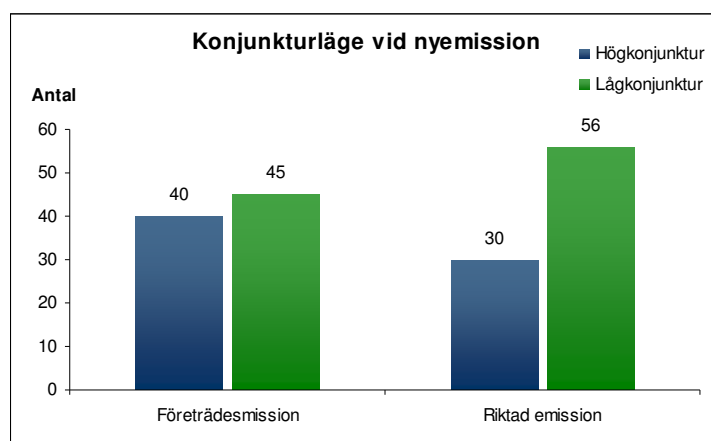


Figur 4.7: Antalet lönsamma företag per emissionstyp

Figur 4.7 visar att ett större antal företag som har genomfört en företrädesemission har gått med förlust. 55 av de som anskaffat kapital genom riktade emissioner har varit lönsamma vilket motsvarar cirka 64% av den gruppen. Totalt sett har cirka 47% varit lönsamma medan cirka 53% har gått med förlust. Variabeln uppvisar signifikans genom t-testet men inte genom regressionsanalysen och därmed kan jag inte heller anse marginaleffekten vara pålitlig.

Chen et al. (2010) hittar däremot stöd för att de företag som genomför en riktad emission uppvisar sämre operativa resultat än de som väljer företrädesemissioner. Det är rimligt att fundera över datamaterialet här. Precis som för variabeln avkastning på eget kapital kan man begrunda motivet bakom nyemissionen. Har det anskaffade kapitalet gått till expansion genom exempelvis förvärv eller till att hålla företaget vid liv?

Som tidigare nämndes i inledningskapitlet hittade Eckbo et al. (2007) stöd för att det huvudsakliga motivet för nyemissioner var att finansiera nya investeringar. Figur 4.7 visar faktiskt att det är mer än det dubbla antalet företag som har gjort en riktad emission som har varit lönsamma än motsvarande för företrädesemissioner.



Figur 4.8: Nyemissioner per typ av konjunktur

Man kan anta att nästa variabel, konjunkturläge, ska vara någorlunda korrelerad med vinstvariabeln då företagsvinsterna bör följa konjunkturcykeln. Genom att studera figur 4.8 ser man att då företrädesemissionerna har haft en jämn uppdelning har de riktade emissionerna en mer tydlig fördelning. Bara 30 av totalt 86 riktade emissioner genomfördes under högkonjunktur. Definitionen för hög- och lågkonjunktur användes som beskrivet i teoriavsnittet. Variabeln är enligt regressionsanalysen ej signifikant samtidigt som koefficientens tecken visat ett minus. Med hjälp av figuren ovan är det svårt att dra några konkreta slutsatser vilket också t-testet meddelar.

Probitmodellens McFadden R^2 -värdet hamnade på 0,345784 och visar på en något låg förklaringsgrad. Som tidigare diskuterats i metodkapitlet kommer inte McFadden R^2 att jämföras med det normala R^2 -värdet utan kommer bara användas som en referens och därmed inte analyseras vidare.

För att testa regressionsanalysens passform på datamaterialet har ett Hosmer-Lemeshow-test utförts för att bedöma om probitmodellen är en lämplig för modell. I Bilaga 2 hittas testet som fördelar antalet observationerna i deciler, innebärande proportioner om 10%. Quantile of Risk det lägsta och högsta värde av de förutspådda värdena. Tabellen visar även antalet faktiska och antalet förväntade observationer i varje grupp. I kolumnen som visar H-L Value visas hur mycket de olika grupperna bidrar till det totala H-L-värdet. χ^2 -statistiken visas längst ner i tabellen och jag antar att p-värden $> 0,05$ visar en acceptabel passform. H-L-värdet på 13,9 är godtagbart och med ett p-värde på 0,084 antar jag att modellen har en acceptabel passform till datamaterialet. Trots dessa siffror kan det inte bortses från att modellen kanske lider av specifikationsfel.

5. SLUTSATS

Målet för denna uppsats har varit att försöka hitta faktorer som påverkar företags val av emissionstyp. Mer specifikt har jag velat se vilka karaktärsdrag företagen har och hur mycket de olika faktorerna spelar in på de svenska företagen i jämförelse med de som behandlats i tidigare studier, främst i USA.

Det har varit intressant att se hur teorin som Chen et al. (2010) presenterade gällande företagens bokförda tillgångar har ett signifikant samband med valet av nyemission även för svenska företag noterade på Stockholmsbörsen. Även några av teorierna som Chaplinsky & Haushalter (2003) framför stämmer också överrens med resultatet. Det visar främst att världens finansmarknader är sammankopplade även om lagstiftning och andra regleringar kan påverka valet av finansieringssätt som tidigare studier påpekar.

Nollhypoteserna förkastas för de fyra första hypoteserna enligt regressionsanalysen: Nyemissionens storlek, företags bokförda tillgångar, avkastning på eget kapital och market to book-kvot, vilka har en inverkan på valet av typ av emission. För variabeln storlek på nyemissionen visar både regressionsanalysen och t-testet att denna faktor är signifikant i allra högsta grad. När variabeln ökar med en procent minskar $P(y = 1)$ med ett värde av uppskattningsvis 0,183 procentenheter. Jag tolkar detta som att ju större nyemissionen är desto mindre är sannolikheten att det sker en riktad emission. För variabeln företags bokförda tillgångar gäller att med ett p-värde på 0,0389 förkastas nollhypotesen på 5%-nivån enligt regressionsanalysen. Marginaleffekten av företags bokförda tillgångar är positiv. När variabeln ökar med en procent ökar $P(y = 1)$ med ett värde av uppskattningsvis 0,078 procentenheter. Enligt t-testet är däremot variabeln inte signifikant. Jag kan inte fastställa om skillnaderna mellan observationerna för företrädesemissioner och riktade emissioner beror på slumpen eller en alternativhypotes. Variabeln företags avkastning på eget kapital visar på ett p-värde av 0,0016 och även här förkastas nollhypotesen och bestämmer att det finns ett signifikant samband. Med stöd av t-testet är variabeln också signifikant. När företags avkastning på eget kapital ökar med en procent ökar $P(y = 1)$ med ett värde av uppskattningsvis 0,0038 procentenheter. Detta tolkas som att ju högre avkastningen på eget kapital är desto högre är sannolikheten att det sker en riktad emission. Slutligen för market to

book-kvoten förkastas nollhypotesen ändå ner på 2%-nivån med hänsyn till p-värdet på 0,0124. Variabeln i sig är emellertid inte signifikant enligt genomfört t-test.

Nollhypoteserna accepteras för hypoteserna fem till sju enligt regressionsanalysen: Aktieavkastning mot index, vinst och konjunkturläge hade inga statistiska signifikanta samband. Företagens aktieavkastningen i förhållande till Stockholm All Share index (OMXSPI) kan inte antas vara signifikant med ett p-värde av 0,2305 trots att variabeln är signifikant enligt t-testet. Företag som var lönsamma och uppvisade vinst hade inte heller ett godtagbart p-värde då detta uppvisade 0,4677 och således kunde inget statistiskt samband fastställas trots variabeln var signifikant enligt t-testet. Den sjunde och sista hypotesen accepteras även den då jag inte kan fastställa att det existerar något samband mellan konjunkturläget och valet mellan riktad emission och företrädesemission då p-värdet är 0,3458 i kombination med att variabeln i sig är icke-signifikant.

Jag har genom regressionsanalysen funnit bevis för att faktorerna nyemissionens storlek, företagens bokförda tillgångar, avkastning på eget kapital och market to book-kvoten är signifikanta. Faktorerna företagens bokförda tillgångar och market to book-kvoten kan vara påverkade av slumpen och borträknas därmed. Nyemissionens storlek och avkastning på eget kapital påverkar valet av emissionstyp.

Sammanfattningsvis anser jag, trots dessa slutsatser, att man inte kan bortse från att modellen möjligtvis lider av specifikationsfel och därför bör slutsatserna tolkas försiktigt.

5.1 FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING

Då en del intressanta slutsatser har kunnat dras om nyemissionerna på Stockholmsbörsen finns det mängder av andra faktorer man skulle kunna inkludera för att vidareutveckla slutsatserna.

Med hänsyn till avsnittet om uppsatsens avgränsningar har det inte varit möjligt att studera antalet analytiker som har följt varje företag. I princip alla tidigare studier gjorda över nyemissioner finner att informationsasymmetri är främsta orsaken till hur företag väljer typ av nyemission. Chen et al. (2010) finner statistiskt säkerställda samband för just variabeln antal analytiker och jag tror att man hade kunnat dra samma slutsatser på den svenska marknaden. En orsak till att jag tror detta är att den svenska kapitalmarknaden inte är lika utvecklad och

mogen som den amerikanska och därmed är det troligt att det också finns informationsasymmetri här om det finns på de amerikanska finansmarknaderna.

Chen et al. (2010) påvisar att det finns ett statistiskt signifikant samband mellan valet av nyemission och kostnaden att utföra den. Eftersom riktade emissioner ibland inte har prospektskyldighet kan det ofta vara ett både billigare och betydligt snabbare sätt att anskaffa kapital än företrädesemissioner (Finansinspektionen, 2010). Att undersöka kostnadsskillnader hade kunnat resultera i att samma slutsatser kan dras på den svenska marknaden. Just den ökade flexibiliteten som en riktad emission förmodligen medför borde kunna vara en viktig variabel bakom ett företags motiv.

Vidare kan man undra om inte företag med stora enskilda huvudägare lättare koncentrerar makten kring sig själva och fattar finansieringsbeslut på egen hand för att utnyttja sin dominerande ställning. Speciellt i Sverige där beslut om riktade emissioner oftast fattas av bolagsstämman och det då borde vara teoretiskt lättare för stora huvudägare att få igenom en riktad emission, möjligtvis konvertibler med förmånliga lösenpriser.

Då det finns mängder av studier av hur aktiepriset har utvecklats sig före och efter offentliggörandet av en nyemission skulle man kunna anta att själva rabatten (teckningskursen i förhållande till aktuell aktiekurs) kan vara en viktig variabel. Denna så kallade rabatt kan möjligen visa på ett samband mellan företrädesemissioner och riktade emissioner. Att undersöka om en emissionstyp vanligtvis ger en större rabatt skulle kunna ge en klarare bild av det bakomliggande syftet.

Man kan gå tillbaka till Chaplinsky & Haushalter (2003) som fann att drygt 80% av företagen inkluderade i deras studie hade negativt rörelseresultat och 60% hade haft fallande aktiekurser under de två åren innan nyemissionen. Denna studie hade varit intressant att se över den Svenska marknaden, med en viss modifikation. Att inkludera hur många företag som efter nyemissionen gick i konkurs tror jag skulle ge en bättre bild om nyemissioners påverkan på företagen på kort sikt, både för professionella marknadsaktörer som för småsparare som investerar i nyemissioner.

Avslutningsvis kan probitmodellen alltid göras mer avancerad för att bättre uppfylla syftet. Regressionsanalysen kan bättre specificeras med fler och mer komplexa variabler, förslagsvis med några av ovan nämnda.

6. KÄLLFÖRTECKNING

6.1 Publicerade källor och vetenskapliga artiklar

Arnold, G. (2008). "Corporate Financial Management". Harlow: Financial Times Prentice Hall

Berk, J., DeMarzo, P. (2007). "Corporate Finance". Boston: Pearson Education

Chaplinsky, S. & Haushalter, D. (2003). "Financing under Extreme Uncertainty: Evidence from PIPEs"

Chen, H-C., Dai, N. & Schatzberg, J. D. (2010). "The Choice of Equity Selling Mechanisms: PIPEs Versus SEOs". *Journal of Corporate Finance*, nr. 16, s.104-119

Eckbo, B-E., Masulis R-W. & Norli Ø. (2007). "Security Offerings"

Ellis, K. & Twite, G. (2008). "Are PIPEs a Bet on Growth Options?"

Kennedy, P. (2008). "A Guide to Econometrics", Malden: Blackwell Publishing

Korwar, A-N. & Masulis, R-W. (1985). "Seasoned Equity Offerings: An Empirical Investigation". *Journal of Financial Economics*

Krusell, C-J. (2005). "Emissionsförfaranden ur ett likabehandlingsperspektiv"

Martos-Vila, M. (2009). "PIPEs: a Theory of Private v. Public Placements in Public Firms"

Shivdasani, A. & Zenner, M. (2005). "How To Choose a Capital Structure: Navigating the Debt-Equity Decision". *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol 17, nr 1

Wooldridge, J-M (2003). "Introductory Econometrics: A Modern Approach", Mason: Thomson South Western

6.2 Elektroniska källor

Bloomberg, data över riktade emissioner

http://about.bloomberg.com/product_data.html

Erhöll data från Bloomberg över riktade emissioner genomförda på Stockholmsbörsen

Datastream, finansiell statistisk databass

<http://online.thomsonreuters.com/datastream>

Euroclear. Hämtad: 2010-03-02. Riktad nyemission / private placement

http://www.euroclear.eu/1641_SVE_ST.htm

Brewster, D., van Duyn, Aline.& Tett, G. (081012). "The Lehman legacy: catalyst of the crisis", *Financial Times*

http://us.ft.com/ftgateway/superpage.ft?news_id=fto101220081442345754

Hämtad: 2010-05-02

IMF. Hämtad: 2010-05-05. "Definition of a Recession"

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2009/03/basics.htm>

Nasdaq OMX – data över nyemissioner

<http://www.nasdaqomxnordic.com>

Emottog från pressavdelningen data över företrädesemissioner för år 2005-2009 och riktade emissioner för år 2008 och 2009

Privata Affärer.(081012). Hämtad: 2010-05-05. "Sverige i recession"

<http://www.privataaffarer.se/nyheter/200811/sverige-i-recession/index.xml>

Årsredovisningar och pressmeddelanden

Samtliga bolag noterade på Large- och Mid Cap-listorna. Manuell genomgång av företagens aktiekapitalutveckling och pressmeddelanden om riktade emissioner

BILAGA 1: T-TEST

Nyemissionens storlek

	<i>Företrädesemission</i>	<i>Riktad emission</i>
Mean	1435229263	378392058
Variance	1.790E+19	1.083E+18
Observations	85	86
Hypothesized Mean Difference	0	
df	94	
t Stat	2.2372	
P(T<=t) one-tail	0.0138	
t Critical one-tail	1.6612	
P(T<=t) two-tail	0.0276	
t Critical two-tail	1.9855	

Företagets bokförda tillgångar

	<i>Företrädesemission</i>	<i>Riktad emisison</i>
Mean	135270026	48136803
Variance	4.437E+17	1.727E+17
Observations	85	86
Hypothesized Mean Difference	0	
df	141	
t Stat	1.0248	
P(T<=t) one-tail	0.1536	
t Critical one-tail	1.6557	
P(T<=t) two-tail	0.3072	
t Critical two-tail	1.9769	

Avkastning på eget kapital

	<i>Företrädesemission</i>	<i>Riktad emisison</i>
Mean	-1.0391	0.0448
Variance	7.1214	0.1452
Observations	85	86
Hypothesized Mean Difference	0	
df	87	
t Stat	-3.7077	
P(T<=t) one-tail	0.0002	
t Critical one-tail	1.6626	
P(T<=t) two-tail	0.0004	
t Critical two-tail	1.9876	

Market to book-kvot

	<i>Företrädesemission</i>	<i>Riktad emisison</i>
Mean	3.6305	3.7193
Variance	29.2155	34.3084
Observations	85	86
Hypothesized Mean Difference	0	
df	168	
t Stat	-0.1031	
P(T<=t) one-tail	0.4590	
t Critical one-tail	1.6540	
P(T<=t) two-tail	0.9180	
t Critical two-tail	1.9742	

Aktieavkasning mot index

	<i>Företrädesemission</i>	<i>Riktad emisison</i>
Mean	-0.1860	0.1652
Variance	0.2944	1.6450
Observations	85	86
Hypothesized Mean Difference	0	
df	115	
t Stat	-2.3364	
P(T<=t) one-tail	0.0106	
t Critical one-tail	1.6582	
P(T<=t) two-tail	0.0212	
t Critical two-tail	1.9808	

Vinst

	<i>Företrädesemission</i>	<i>Riktad emisison</i>
Mean	0.3059	0.6395
Variance	0.2148	0.2332
Observations	85	86
Hypothesized Mean Difference	0	
df	169	
t Stat	-4.6094	
P(T<=t) one-tail	0.0000	
t Critical one-tail	1.6539	
P(T<=t) two-tail	0.0000	
t Critical two-tail	1.9741	

Konjunkturläge

	<i>Företrädesemission</i>	<i>Riktad emisison</i>
Mean	0.4706	0.3488
Variance	0.2521	0.2298
Observations	85	86
Hypothesized Mean Difference	0	
df	168	
t Stat	1.6214	
P(T<=t) one-tail	0.0534	
t Critical one-tail	1.6540	
P(T<=t) two-tail	0.1068	
t Critical two-tail	1.9742	

BILAGA 2: HOSMER-LEMESHOW-TEST

	Quantile of Risk		Dep=0		Dep=1		Total Obs	H-L Value
	Low	High	Actual	Expect	Actual	Expect		
1	2.E-87	0.0485	16	16.7583	1	0.24166	17	2.41401
2	0.0579	0.2261	13	14.4933	4	2.50672	17	1.04341
3	0.2298	0.3229	15	12.2856	2	4.71437	17	2.16255
4	0.3245	0.3750	11	11.0345	6	5.96545	17	0.00031
5	0.3794	0.4529	8	9.79166	9	7.20834	17	0.77316
6	0.4588	0.5895	13	8.14354	4	8.85646	17	5.55924
7	0.5905	0.6829	6	6.26602	11	10.7340	17	0.01789
8	0.6996	0.8614	3	3.47514	14	13.5249	17	0.08166
9	0.8649	0.9644	0	1.49350	17	15.5065	17	1.63734
10	0.9656	1.0000	0	0.22842	18	17.7716	18	0.23136
Total			85	83.9701	86	87.0299	171	13.9209
H-L Statistic			13.9209		Prob. Chi-Sq(8)		0.0839	

BILAGA 3: FÖRETRÄDESEMISSIONER

<u>Nyemission</u>	<u>Namn</u>	<u>Belopp</u>	<u>Datum</u>	<u>ROE</u>	<u>MTB</u>	<u>ASSETS ('000s)</u>	<u>Share vs index</u>
Företrädes	Biovitrum AB	1 511 889 480	2009-12-07	-18.6%	3.31	2 490 100	-34.5%
Företrädes	TradeDoubler AB	355 645 400	2009-12-07	-134.0%	4.14	1 234 675	-65.3%
Företrädes	A-Com AB	21 287 585	2009-11-25	-1962.9%	0.22	171 100	-63.7%
Företrädes	Gunnebo AB	500 646 927	2009-11-25	3.5%	1.76	4 212 000	-68.0%
Företrädes	Haldex AB	504 154 250	2009-11-25	-4.0%	1.02	4 893 000	-68.4%
Företrädes	Midelfart Sonesson AB	127 370 827	2009-11-23	9.6%	0.74	1 341 000	-46.8%
Företrädes	Rottneros AB	225 265 580	2009-11-16	-36.1%	0.94	1 201 000	-47.7%
Företrädes	Karo Bio AB	166 437 507	2009-11-13	-144.5%	4.61	132 019	87.9%
Företrädes	Biolin Scientific AB	24 096 798	2009-11-11	19.2%	1.24	215 400	-10.2%
Företrädes	Diarmyd Medical AB	219 176 370	2009-10-12	-115.9%	25.5	89 010	-21.6%
Företrädes	Fingerprint Cards AB	49 586 982	2009-09-21	-37.4%	3.24	54 500	-68.3%
Företrädes	RNB Retail and Brands AB	100 295 658	2009-09-17	-61.9%	0.94	2 600 903	-84.8%
Företrädes	Swedbank AB	15 074 672 301	2009-09-16	-1.2%	0.79	1 796 189 000	-67.6%
Företrädes	Billrud AB	978 339 830	2009-08-28	-2.4%	0.91	8 840 000	-60.0%
Företrädes	Precise Biometrics AB	53 984 320	2009-08-25	-1085.5%	24.62	28 265	-34.0%
Företrädes	SinterCast AB	23 137 075	2009-08-25	-74.7%	6.92	31 300	-68.7%
Företrädes	Eniro AB	2 517 091 138	2009-05-27	1.5%	1.1	17 838 000	-73.4%
Företrädes	Cybercom Group Europe AB	99 814 450	2009-05-26	-21.2%	0.68	1 680 300	-69.8%
Företrädes	Active Biotech AB	256 208 940	2009-05-18	-188.8%	18.17	410 400	-38.8%
Företrädes	LinkMed AB	91 260 912	2009-05-12	3.3%	0.54	721 063	-38.7%
Företrädes	Trelleborg AB	2 168 574 264	2009-04-24	-4.8%	0.73	31 586 000	-56.3%
Företrädes	Hemtex AB	164 289 440	2009-04-22	-2.5%	2.73	888 213	-72.3%
Företrädes	A-Com AB	30 748 734	2009-04-21	-1.6%	0.36	429 300	-63.7%
Företrädes	SAS AB	6 056 890 000	2009-03-16	-72.2%	1.19	42 443 010	-46.1%
Företrädes	Nordea Bank AB	29 673 735 123	2009-03-13	13.4%	0.74	5 140 804 000	-41.2%
Företrädes	Husqvarna AB	3 059 310 128	2009-03-10	14.6%	1.36	33 409 010	-38.1%
Företrädes	Skand Enskilda Banken AB	15 070 151 710	2009-03-09	12.0%	0.43	2 507 866 000	-55.2%
Företrädes	Digital Vision AB	40 775 055	2009-02-09	-103.9%	4.97	83 400	-69.9%
Företrädes	Vostok Nafta Investment Ltd	552 250 812	2009-01-12	-188.9%	0.53	2 547 438	-68.7%
Företrädes	Nordic Service Partners Holdin	28 782 752	2008-11-28	-29.8%	0.34	381 230	28.1%
Företrädes	Getinge AB	1 990 000 139	2008-11-26	17.6%	2.24	28 481 010	20.1%
Företrädes	Swedbank AB	12 368 960 000	2008-11-26	16.5%	0.49	1 696 319 000	-19.3%
Företrädes	Fingerprint Cards AB	26 736 013	2008-11-18	-61.6%	1.18	57 600	-11.5%
Företrädes	Aerocrine AB	97 682 502	2008-11-11	-223.1%	2.89	87 528	-40.5%
Företrädes	Meda AB	1 511 215 300	2008-11-03	8.6%	1.11	32 499 010	-32.9%
Företrädes	Opcon AB	73 465 272	2008-10-03	-3.3%	2	492 766	37.9%
Företrädes	RNB Retail and Brands AB	342 472 992	2008-08-26	3.9%	0.95	3 157 500	-0.3%
Företrädes	BioPhausia AB	308 228 339	2008-08-05	21.3%	1.56	1 081 436	-20.6%
Företrädes	Active Biotech AB	157 667 040	2008-05-16	-149.3%	13.47	429 800	-15.8%
Företrädes	Venue Retail Group AB	92 753 328	2008-04-14	-17.0%	1.59	622 800	-33.3%
Företrädes	Tilgin AB	72 392 450	2008-03-20	-52.2%	1.7	173 384	-68.6%
Företrädes	Getinge AB	1 514 054 400	2008-02-26	19.1%	3.21	22 338 000	20.1%
Företrädes	CTT Systems AB	41 579 078	2007-11-26	-66.3%	5.91	42 342	-49.5%
Företrädes	Cybercom Group Europe AB	368 098 385	2007-09-04	14.8%	1.74	1 407 600	-19.5%
Företrädes	SSAB AB	10 041 977 870	2007-07-26	28.0%	2.64	24 748 000	44.8%
Företrädes	Karo Bio AB	406 417 168	2007-04-16	-88.9%	5.04	192 955	53.8%
Företrädes	Elanders AB	153 449 890	2007-03-09	-8.8%	1.91	1 605 317	0.9%
Företrädes	Active Biotech AB	240 000 000	2007-01-22	-230.6%	18.7	462 401	-24.8%
Företrädes	Meda AB	1 857 677 440	2007-01-11	18.4%	3.1	11 105 800	135.3%
Företrädes	Midelfart Sonesson AB	230 739 158	2007-01-08	-6.1%	2.55	1 648 775	-22.2%
Företrädes	Medivir AB	224 505 414	2007-01-05	-105.0%	2.49	286 759	-30.1%
Företrädes	Biolin Scientific AB	95 617 860	2006-11-27	-34.6%	1.54	106 712	12.5%
Företrädes	Digital Vision AB	24 804 717	2006-11-17	-752.1%	26.88	102 962	161.2%
Företrädes	Precise Biometrics AB	85 068 025	2006-11-14	-55.5%	3.67	103 004	62.7%
Företrädes	Fingerprint Cards AB	70 111 935	2006-11-06	-39.1%	4.78	49 800	-47.6%
Företrädes	Consilium AB	73 374 923	2006-11-02	5.3%	2.02	563 100	-13.1%
Företrädes	Scribona AB	153 184 820	2006-10-23	-17.7%	0.69	3 089 000	9.6%
Företrädes	Brio AB	168 000 000	2006-08-24	-337.2%	2.8	740 300	-21.9%
Företrädes	Ortivus AB	172 568 225	2006-06-09	-9.4%	2.66	341 955	30.4%
Företrädes	DORO AB	77 310 000	2006-06-08	-251.5%	5.82	236 000	-78.1%
Företrädes	Ledstierman AB	200 177 747	2006-05-23	-19.9%	0.87	364 875	-7.1%
Företrädes	Tricorona AB	120 270 859	2006-04-26	3.0%	1.59	221 700	-21.7%
Företrädes	Hexagon AB	2 708 629 185	2006-03-20	11.5%	2.51	18 186 000	94.0%
Företrädes	Entraction Holding AB	30 709 873	2006-03-17	56.8%	3.9	126 302	-24.1%
Företrädes	Venue Retail Group AB	339 014 552	2006-02-13	-103.9%	3.75	552 500	-44.9%
Företrädes	Biolin Scientific AB	47 808 930	2006-01-10	-27.7%	1.25	87 861	12.5%
Företrädes	Brinova Fastigheter AB	357 765 984	2005-12-05	15.7%	1.19	4 298 000	10.7%
Företrädes	Biolnvent International AB	159 167 997	2005-11-08	-126.7%	2.29	137 504	-28.0%
Företrädes	Meda AB	2 507 504 580	2005-10-28	18.2%	2.86	11 601 000	70.2%
Företrädes	Biotage AB	48 265 272	2005-10-27	-7.4%	1.11	1 052 640	-33.1%
Företrädes	Digital Vision AB	40 183 641	2005-10-26	-159.4%	5.62	61 030	-85.8%
Företrädes	Karo Bio AB	278 686 062	2005-10-20	-88.8%	2.04	136 594	-66.2%
Företrädes	Kungsleden AB	1 001 015 136	2005-09-21	30.1%	1.39	20 353 410	13.7%
Företrädes	BioPhausia AB	70 349 232	2005-09-15	-58.9%	3.68	43 798	-48.0%
Företrädes	Active Biotech AB	168 695 700	2005-06-08	-359.8%	8.21	517 000	-56.6%
Företrädes	Net Insight AB	98 451 875	2005-06-08	-83.8%	3.84	128 481	3.6%
Företrädes	Artimplant AB	88 867 184	2005-05-06	-60.0%	1.97	81 602	-30.9%
Företrädes	Tricorona AB	38 741 950	2005-04-28	7.5%	1.01	144 423	99.3%
Företrädes	Opcon AB	30 025 474	2005-04-22	-60.3%	2.03	241 678	-12.6%
Företrädes	Pricer AB	93 405 806	2005-04-18	-70.5%	5.25	133 200	154.3%
Företrädes	A-Com AB	19 015 270	2005-04-11	-409.4%	3.6	124 800	-46.4%
Företrädes	Digital Vision AB	24 656 280	2005-03-17	-640.2%	8.63	22 498	-85.8%
Företrädes	Meda AB	568 776 960	2005-02-14	15.8%	0.86	1 260 600	70.2%
Företrädes	CTT Systems AB	17 020 000	2005-02-11	-55.4%	2.47	36 575	-56.6%
Företrädes	Venue Retail Group AB	151 298 766	2005-01-20	-87.7%	-5.43	654 900	-75.6%

BILAGA 4: RIKTADE EMISSIONER

<u>Nvemission</u>	<u>Namn</u>	<u>Belopp</u>	<u>Datum</u>	<u>ROE</u>	<u>MTB</u>	<u>ASSETS ('000s)</u>	<u>Share vs index</u>
Riktad	Rottneros AB	200 000 000	2009-12-15	-36.1%	0.78	1 201 000	-47.7%
Riktad	CTT Systems AB	18 500 000	2009-12-14	-37.9%	9.3	80 200	-41.6%
Riktad	Global Health Partner AB	9 141 653	2009-12-10	-6.7%	1.29	763 400	-18.1%
Riktad	DORO AB	16 150 000	2009-11-25	-33.9%	3.09	156 400	-14.3%
Riktad	Ratos AB	89 305 445	2009-11-24	32.6%	1.9	39 590 000	-15.2%
Riktad	LinkMed AB	14 052 491	2009-11-20	2.1%	0.75	792 226	-38.7%
Riktad	Opcon AB	122 500 000	2009-11-05	-4.2%	2.31	803 301	-64.2%
Riktad	Fastighets AB Balder	1 136 760	2009-10-07	-11.3%	0.45	13 485 800	-39.4%
Riktad	LinkMed AB	6 999 998	2009-09-29	4.3%	0.68	807 426	-38.7%
Riktad	RNB Retail and Brands AB	215 000 003	2009-09-24	-61.9%	0.85	2 600 903	-84.8%
Riktad	Fastighets AB Balder	21 432 070	2009-09-16	-19.0%	0.47	7 746 500	-39.4%
Riktad	Fastighets AB Balder	481 958 510	2009-08-28	-19.0%	0.31	7 746 500	-39.4%
Riktad	Orexo AB	39 218 802	2009-08-26	-7.4%	1.51	696 735	-14.6%
Riktad	Cybercom Group Europe AB	27 707 442	2009-07-29	-19.4%	0.63	1 794 500	-69.8%
Riktad	Corem Property Group AB	101 051 500	2009-07-08	-20.5%	0.62	4 861 000	-17.0%
Riktad	Micronic Laser Systems AB	313 332 684	2009-07-08	12.4%	0.47	1 086 800	-74.6%
Riktad	Alliance Oil Company Ltd	3 013 975 000	2009-06-30	-2.8%	1.71	17 084 290	-32.0%
Riktad	PA Resources AB	291 500 000	2009-06-23	13.5%	0.83	9 700 720	-68.9%
Riktad	Opcon AB	21 945 000	2009-06-18	-6.7%	2.3	580 248	-64.2%
Riktad	Know IT AB	3 560 259	2009-06-16	19.1%	0.84	1 163 600	-62.5%
Riktad	Opcon AB	51 980 000	2009-06-16	-6.7%	2.31	580 248	-64.2%
Riktad	Know IT AB	28 570 065	2009-05-22	19.1%	0.95	1 163 600	-62.5%
Riktad	Consilium AB	19 900 000	2009-05-08	6.6%	1.36	806 400	-6.3%
Riktad	Digital Vision AB	40 266 604	2009-04-23	-246.6%	5.97	105 800	-69.9%
Riktad	MultiQ International AB	3 005 588	2009-03-31	10.0%	0.9	91 758	-55.2%
Riktad	Orexo AB	40 089 620	2009-02-27	-18.1%	1.95	702 025	-14.6%
Riktad	G & L Beijer AB	1 055 536 680	2009-02-04	25.8%	0.69	2 211 208	-29.6%
Riktad	Biovitrum AB	1 102 435 204	2008-12-22	-6.6%	1.52	1 740 400	-26.3%
Riktad	AddNode AB	23 015 637	2008-12-12	17.0%	0.88	851 100	-14.2%
Riktad	Peab AB	301 525 335	2008-12-11	28.4%	0.58	16 638 000	30.3%
Riktad	Prevas AB	2 484 744	2008-12-05	24.3%	0.98	304 794	-22.6%
Riktad	Know IT AB	4 289 311	2008-12-03	19.6%	0.58	1 110 500	1.5%
Riktad	Mobyson AB	3 000 000	2008-10-20	-12.0%	0.69	232 055	-20.7%
Riktad	Know IT AB	4 725 000	2008-10-13	19.6%	1.12	1 110 500	1.5%
Riktad	Feelgood Svenska AB	34 300 760	2008-10-09	14.3%	0.97	198 684	-22.3%
Riktad	Global Health Partner AB	74 200 000	2008-10-03	-4.7%	1.83	821 900	0.0%
Riktad	NovaCast Technologies AB	1 000 000	2008-10-01	2.0%	3.9	248 100	-11.3%
Riktad	Tele2 AB	1 062 500	2008-09-17	-2.3%	1.4	44 008 000	36.5%
Riktad	Modern Times Group MTG AB	2 400 000	2008-09-15	41.1%	2.24	11 534 000	8.8%
Riktad	BioPhausia AB	11 592 328	2008-09-12	21.3%	1.4	1 081 436	-20.6%
Riktad	Know IT AB	50 000 000	2008-09-03	23.1%	1.82	835 300	1.5%
Riktad	IBS AB	11 147 106	2008-09-01	-4.8%	0.83	1 891 800	-43.3%
Riktad	NovaCast Technologies AB	18 918 400	2008-07-24	-7.2%	4.36	163 900	-11.3%
Riktad	HiQ International AB	24 027 904	2008-07-09	31.2%	2.06	676 068	-12.6%
Riktad	DGC One AB	49 500 000	2008-06-16	36.2%	3.17	129 003	0.0%
Riktad	Biovitrum AB	10 327 022	2008-06-13	2.3%	2.34	1 858 300	-26.3%
Riktad	Know IT AB	16 518 709	2008-05-19	21.0%	1.77	815 000	1.5%
Riktad	Nordea AB	26 843 040	2008-05-15	17.4%	1.36	3 857 031 000	9.4%
Riktad	Diamyd	72 343 000	2008-05-07	-78.6%	7.19	87 416	-45.4%
Riktad	Cybercom	11 766 937	2008-04-30	8.1%	1.09	1 877 600	82.6%
Riktad	Alliance Oil Co Ltd	8 722 086 182	2008-04-25	8.9%	0.5	7 331 849	-35.0%
Riktad	Alliance Oil Co Ltd	1 006 200 000	2008-04-18	8.9%	0.52	7 331 849	-35.0%
Riktad	Mobyson AB	6 000 000	2008-04-08	-26.6%	1.62	290 288	-20.7%
Riktad	HiQ International AB	5 274 654	2008-02-28	30.5%	2.71	612 506	-12.6%
Riktad	Cybercom	10 900 000	2008-02-05	9.5%	1.01	1 325 088	82.6%
Riktad	Axis AB	10 800 000	2008-01-10	46.9%	22.18	914 426	80.3%
Riktad	Bioinvent	125 000 000	2007-07-06	-4.1%	3.48	193 965	-34.3%
Riktad	Axis Communications AB	218 195 000	2007-06-15	32.9%	19.16	792 130	36.7%
Riktad	Betsson AB	564 664 000	2007-06-15	20.3%	3.14	677 700	-37.3%
Riktad	TradeDoubler AB	573 852 000	2007-06-12	37.0%	16.83	911 977	10.1%
Riktad	Bjoern Borg AB	344 306 000	2007-05-24	27.1%	10.22	424 193	676.3%
Riktad	Unibet Group PLC	402 600 000	2007-03-08	40.8%	4.32	130 127	-1.8%
Riktad	Bjoern Borg AB	100 000 000	2007-02-21	42.4%	6.12	348 576	676.3%
Riktad	Meda AB	720 000 000	2007-02-21	18.4%	3	11 105 800	135.3%
Riktad	Alliance Oil Co Ltd	562 500 000	2007-01-18	6.4%	1.74	6 617 503	27.7%
Riktad	KappAhl AB	767 412 000	2007-01-15	63.9%	6.16	2 948 000	-1.4%
Riktad	PA Resources AB	299 700 000	2006-12-13	10.4%	3.56	4 213 806	388.5%
Riktad	KappAhl AB	315 000 000	2006-10-05	73.3%	4.53	2 809 200	0.0%
Riktad	Oriflame Cosmetics SA	1 064 000 000	2006-05-08	48.7%	34.85	378 015	17.0%
Riktad	TradeDoubler AB	1 450 253 000	2006-05-03	25.2%	12.81	584 607	8.3%
Riktad	Oriflame Cosmetics SA	587 500 000	2006-02-21	54.0%	29.09	382 274	17.0%
Riktad	Unibet Group PLC	329 400 000	2006-02-16	23.0%	4.36	112 488	79.4%
Riktad	Alliance Oil Co Ltd	1 377 500 000	2006-02-13	0.1%	2.5	3 379 402	148.0%
Riktad	PA Resources AB	288 260 000	2006-01-13	6.4%	2.35	3 378 735	388.5%
Riktad	Anoto Group AB	167 300 000	2005-12-08	-19.4%	5.18	474 629	-51.7%
Riktad	Eniro	2 473 000 000	2005-11-29	40.7%	3.06	7 045 000	-15.9%
Riktad	Cision AB	108 000 000	2005-11-03	5.8%	0.9	3 462 800	-14.4%
Riktad	Precise Biometrics AB	63 075 000	2005-09-20	-60.1%	4.71	74 326	43.4%
Riktad	Alliance Oil Co Ltd	455 800 000	2005-09-15	-25.0%	2.5	1 258 997	70.2%
Riktad	Biotage AB	97 000 000	2005-09-08	-8.8%	0.98	1 019 516	-33.1%
Riktad	Q-Med	165 000 000	2005-07-11	11.5%	4.16	1 306 700	-9.1%
Riktad	PA Resources AB	612 500 000	2005-07-05	4.7%	3.58	1 701 041	202.1%
Riktad	Biotage	33 000 000	2005-06-30	-8.8%	0.92	1 019 516	-33.1%
Riktad	Biotage	29 000 000	2005-06-27	-12.1%	0.91	726 971	-33.1%
Riktad	Unibet Group PLC	354 000 000	2005-03-08	46.8%	4.44	32 134	0.0%
Riktad	Fagerhult	27 400 000	2005-02-04	7.8%	2.46	801 500	-8.1%