



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska Institutionen

FEKH89

Examensarbete i Finansiering på Kandidatnivå, 15 HP

HT 2013

MOTIV TILL NYEMISSION

- En studie kring aktiemarknadens reaktion beroende på motiv

Författare:

Charlotte Bengtsson

Ida Hammenfors

Handledare:

Maria Gårdängen

FÖRORD

Vi har genomfört denna studie under höstterminen 2013 och har under arbetets gång lärt oss oerhört mycket. Det har varit otroligt givande att fått möjligheten att studera verkliga förhållanden på aktiemarknaden. Vi har genom utformandet av denna uppsats erhållit värdefull kunskap kring hur en vetenskaplig studie genomförs, vilket vi värdesätter högt inför fortsatta studier.

Under arbetets gång har vi fått ovärderligt stöd, främst från vår handledare Maria Gårdängen. Framförallt under studiens intensiva slutfas var Marias stöd samt engagemang otroligt viktigt för studiens slutliga resultat.

Vidare vill vi även rikta ett stort tack till Anita Sandström på Finansinspektionen för hennes välvilja vid framtagandet av prospekt.

Trevlig läsning!

Lund den 13 januari 2014

Charlotte Bengtsson Ida Hammenfors

SAMMANFATTNING

- Examensarbetets titel: Motiv till Nyemission- en studie kring aktiemarknadens reaktion beroende på motiv.
- Seminariedatum: 2014-01-17
- Ämne/kurs: FEKH89, Examensarbete i Finansiering, Kandidatnivå 15 HP
- Författare: Charlotte Bengtsson, Ida Hammenfors
- Handledare: Maria Gårdängen
- Fem nyckelord: Eventstudie, Nyemission, Motivuppfyllnad, Pecking order teori, Signalteori.
- Syfte: Syftet med följande studie är att analysera, fastställa och på så sätt skapa en ökad förståelse gällande marknadens reaktion på kort sikt vid annonseringen av en nyemission samt skiljaktigheter i reaktionen beroende på bakomliggande motiv till genomförandet. Vidare är syftet att följa upp huruvida bolagen uppföljer sina motiv.
- Metod: Uppsatsen är en kortsiktig eventstudie, där skillnaden i den abnormala avkastningen kring annonseringen av en nyemission bland tre grupper av bolag, indelade utifrån bakomliggande motiv för nyemissionen, studeras. Uppföljning av graden av motivuppfyllnad sker genom en studie av bolagens förändringar av poster i bokslutet.
- Teoretiska perspektiv: Den underliggande teorin utgår från tidigare studier kring nyemissioners aktiekurspåverkan under kort sikt främst på den amerikanska marknaden. Relevanta teorier för studien är pecking order teorin, effektiva marknadshypotesen, informationsasymmetri samt signaleringsteorin.
- Empiri: En studie av den abnormala avkastningen för bolag som genomfört nyemission noterade på Nasdaq OMX Stockholm under åren 2005-2011 samt en studie för uppföljning av prospekterade motiv i bolagens årsredovisningar.
- Resultat: Utfallet visar på en statistiskt signifikant abnormal avkastning under eventfönstret. Vidare fastställer uppsatsen att nyemitterande bolagen skiljer sig gällande abnormal avkastning beroende på motiv till nyemissionen samt i vilken grad dessa motiv uppfylls.

ABSTRACT

- Title:** Reasons for Seasoned Equity Offerings- a study regarding the stockmarkets reaction to Equity Offer Reasons.
- Seminar date:** 2014-01-17
- Course:** FEKH89, Degree Project in Finance, Undergraduate level, 15 ECTS-credits
- Authors:** Charlotte Bengtsson, Ida Hammenfors
- Advisor:** Maria Gårdängen
- Key words:** Event Study, Seasoned Equity Offering, Pecking Order Theory, Signal Theory.
- Purpose:** The aim of this study is to investigate, determine and thus create a deeper understanding regarding the stock market reaction to the announcement of a seasoned equity offering on short term. Furthermore is the intention to investigate if there are any differences in the reaction depending on the intended use of proceeds and to which degree the firms fulfill those intentions.
- Methodology:** An event study on short term, where the differences in abnormal returns to the announcement of an equity offering among firms with different intended use of proceeds are investigated. Firms' intention to use the capital for the intended use of proceeds are examined.
- Theoretical perspectives:** Theoretical perspectives related to previous studies on seasoned equity offerings such as the Pecking order theory, the Efficient Market Hypothesis, the Signaling theory and the information hypothesis.
- Empirical foundation:** A study of the abnormal return related to the announcement of an equity offering at Nasdaq OMX Stockholm Exchange during the years 2005-2011 and a study which examine the intention to use the capital for the intended use of proceeds.
- Conclusions:** A statistical significant abnormal return during the eventwindow. Differences in the abnormal return and in fulfillment of the proposed use of capital because of disparities in the intended use of proceeds

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

KAPITEL 1. INLEDNING	7
1.1 BAKGRUND	7
1.2 PROBLEMDISKUSSION	7
1.3 PROBLEMFÖRMULERING	9
1.4 SYFTE	9
1.5 MÅLGRUPP	9
1.6 AVGRÄNSNING	9
1.7 DEFINITIONER OCH BEGREPP	11
1.8 UPPSATSENS FORTSATTA DISPOSITION	12
KAPITEL 2. PRAKTISKA REFERENS RAMAR	13
2.1 NYEMISSIONER	13
2.2 REGLERINGAR ANGÅENDE NYEMISSIONER	13
2.3 PROSPEKT	13
2.4 TYP AV NYEMISSION	14
2.5 MOTIV TILL NYEMISSIONER	14
2.6 KONJUNKTURUTVECKLINGEN I SVERIGE UNDER ÅREN 2005-2011	14
KAPITEL 3. TEORETISK REFERENS RAM	16
3.1 KAPITALSTRUKTUR	16
3.2 EFFEKTIVA MARKNADSHYPOTESEN	17
3.2.1 Svag marknadseffektivitet	18
3.2.2 Semistark Marknadseffektivitet	18
3.2.3 Stark marknadseffektivitet	19
3.2.4 Den effektiva marknadshypotesen vid nyemission	19
3.3 SIGNALERINGSTEORIN	19
3.3.1 Existing Asset Value Signaling	19
3.3.2 Cashflow signaling	20
3.3.3 Wasteful Investment	20
3.4 AGENTTEORIN	20
3.5 INFORMATIONASASYMMETRIN	20
3.5.1 Bid-Ask fenomenet	21
3.6 TIDIGARE FORSKNING	21
3.6.1 Kritik mot tidigare forskning	25
KAPITEL 4. METOD	26
4.1 METODVAL SAMT FORSKNINGSANSATS	26
4.2 DATAINSAMLING SAMT KÄLLKRITIK	26
4.2.1 Bortfall	27
4.3 EVENTSTUDIE	28
4.4 MODELL AV SJUSTEGSPROCESSEN	28
4.4.1 Definition av event samt tidsram	29
4.4.2 Kriterier	29
4.4.3 Val av modell för uträkning av normal avkastning	30
4.4.4 Fastställande av estimeringsperiod	32
4.4.5 Beräkning av abnormal avkastning	34
4.4.6 Aggregering av avvikande avkastning	34
4.5 JÄMFÖRELSE MELLAN GRUPPERINGARNA SKULD, INVEST OCH GENERELL	35
4.6 UPPFÖLJNING AV GRADEN AV UPPFYLLANDE AV MOTIV	36
4.7 SIGNIFIKANTSTEST SAMT HYPOTESPRÖVNING	37
4.8 METODKRITIK	38
4.8.1 Reliabilitet	38

4.8.2 Validitet	39
KAPITEL 5. RESULTAT OCH ANALYS	40
5.1 ANTAL GENOMFÖRDA NYEMISSIONER I FÖRHÅLLANDE TILL KONJUNKTUR.....	40
5.2 ABNORMAL AVKASTNING- SAMTLIGA FÖRVÄRV	41
5.2.1 Resultat.....	41
5.2.2 Analys.....	42
5.2 SKILLNAD I ABNORMAL AVKASTNING BEROENDE PÅ MOTIV	44
5.2.1 Resultat.....	44
5.2.2. Analys	47
5.3 UPPFYLLANDE AV MOTIV.....	49
5.3.1 Resultat.....	49
5.3.2 Analys.....	51
KAPITEL 6. SLUTSATS	54
6.1 SLUTSATS.....	54
6.2 FÖRSLAG PÅ VIDARE FORSKNING	56
KÄLLFÖRTECKNING	57
BILAGOR	62

TABELLER & FIGURER

TABELLER

Tabell 1: Sammanfattning av tidigare studier	24
Tabell 2: AAR respektive CAAR under eventfönstret.....	42
Tabell 3: AAR respektive CAR beroende på motiv.....	45
Tabell 4: Skillnaderna under år 0 samt år +1 i relation till tot. An. Tg år -1	50
Tabell 5: Andelen bolag med investering- respektive skuldreduceringsmotiv som uppfyllt motiv.....	53

FIGURER

Figur1: BNP-tillväxt år 2005-2012.....	15
Figur 2: OMXS PI år 2005-2011	15
Figur 3: Antal genomförda genomförda nyemissioner i förhållande till konjunktur.....	39
Figur 4: AAR respektive CAAR för samtliga bolag.....	40
Figur 5: AAR respektive CAAR för INVEST.....	44
Figur 6: AAR respektive CAAR för GENERELLA.....	44
Figur 7: AAR respektive CAAR för SKULDSANERING.....	45
Figur 8: AAR för samtliga motiv.....	45
Figur 9: CAAR för samtliga motiv.....	45

KAPITEL 1. INLEDNING

1.1 BAKGRUND

*”Den 7 juli 2010 meddelade Hexagon att bolaget ingått ett avtal om att genomföra ett kontantförvärv av det amerikanska mjukvaruföretaget Intergraph Corporation. Köpeskillingen uppgick till 2125 MUSD på skuldfri basis ... Syftet med nyemissionen är att finansiera delar av förvärvet.”*¹

Citat ovan är hämtat från det prospekt som Hexagon presenterade inför sin nyemission som genomfördes år 2010. Nyemission är ett av en rad olika finansieringsalternativ som ett bolag kan använda sig av. Myers hävdar genom pecking order teorin att transaktionskostnader och informationsasymmetrin gör att bolag först finansierar med internt genererade medel, är detta inte genomförbart använder bolagen externt finansierade medel så som banklån, obligationslån och konvertibellån. Myers hävdar vidare att en nyemission endast används under tvång eller när ökade skulder skulle medföra en orimligt hög skuldsättning.² Vid en företrädesemission blir samtliga befintliga aktieägare tillfrågade om att skjuta till mer kapital till bolaget. Vid en allmän nyemission går ett erbjudande ut till allmänheten om att teckna aktier i det aktuella bolaget. Det första av alternativen är det som är vanligast på den svenska marknaden och är också den typen som vi valt att studera i denna uppsats.

Då nyemissioner kräver ett prospekt med tydlig och detaljerad information godkänt av Finansinspektionen och vilket finns tillgängligt för allmänheten skapar annonseringen av dessa villkor reaktioner på olika sätt. Vi har valt att i denna uppsats analysera aktiemarknadens reaktioner på ett nyemitterande bolag. Likt citatet ovan presenterar det emitterande bolaget motiv för sin nyemission i prospektet. Vi anser det intressant att undersöka om reaktionen på marknaden skiljer sig beroende på vad bolaget anger som motiv till nyemissionen. När det gäller exemplet med Hexagon anger de att kapitalet ska användas för finansieringen vid förvärvet av Intergraph Corporation. Vår fråga är vidare hur marknaden tar emot detta och hur det avspeglar sig på aktiekursen samt till vilken grad bolaget sedan uppfyller motiven. Detta kommer att ske genom att vi studerar aktiekursen dagarna kring annonseringen då bolaget publicerar nyheten om att de kommer att genomföra en nyemission. För att följa upp huruvida bolaget följt sina motiv i prospektet kommer vi att med hjälp av årsredovisningar och bokslut titta på vad pengarna har använts till.

1.2 PROBLEMDISKUSSION

Det finns sedan tidigare en rad olika studier som behandlat ämnet nyemissioner och dess efterföljande påverkan på aktiepriset. Dessa studier har visat att det finns ett generellt samband mellan bolag som genomför nyemissioner och underavkastning, exempel på dessa är; Asquith och Mullins, 1986; Walker och Yost, 2008; Barclay and Litzenberger, 1987. Genom kortsiktiga eventstudier har samtliga kunnat konstatera att då bolaget offentliggör att de tänker genomföra en nyemission reagerar marknaden negativt på detta. Barclay och

¹ <http://www.nyemissioner.se/files/rights-issues/1065/prospekt.pdf>

² Myers (1984)

Litzenberger menar att den negativa reaktionen beror på den så kallade informationsasymmetrin, vilken innebär att det finns skillnad i tillgången av information om bolaget mellan aktieägare och bolagsledning. Författarna menar att när ledningen anser bolaget övervärderat väljer de att genomföra en nyemission och när de anser bolaget undervärderat väljer de istället lån som finansieringskälla.³ Myers och Majulf var de som ursprungligen formade "Övervärderingshypotesen" i sin studie från 1984 och sedan dess är den en vanligt förekommande teori i studier kring en nyemissions negativa påverkan på aktiepriset.⁴ Även i Walker och Yost studie från 2008 diskuteras graden av informationsasymmetri som en möjlig orsak till den negativa reaktionen. Walker och Yost studerar inte endast en generell reaktion hos marknaden utan visar på att marknaden reagerar olika beroende på vilket motiv bolagen har till genomförandet av en nyemission, vad emissionslikviden ska komma att användas till. De följer sedan i sin studie upp om bolagen höll vad de lovade och använde likviden till det de motiverade i sina prospekt vilket visar på skilda resultat i graden av uppfyllande av motiv.⁵

Det finns även tidigare studier där författarna undersökt en nyemissions påverkan på aktiepriset, men där studierna är genomförda utifrån ett långsiktigt perspektiv. Exempel på en sådan är Tim Loughran och Jay R. Ritters studie från 1995. Författarna undersöker de bolag som genomfört en nyemission och de bolag som börsintroducerats mellan åren 1970-1990. De granskar sedan aktiekurserna hos de berörda bolagen under en femårsperiod och kommer fram till att de bolag som genomfört antingen en nyemission eller en börsintroduktion avkastar markant mindre än ett bolag som inte gjort något av alternativet.⁶ Vidare menar Eugene Fama att då en studie utgår från ett långsiktigt perspektiv och studerar aktiepriser under en längre tidsperiod efter att händelsen inträffat kan avvikande avkastning beror på andra faktorer vilka inte kan relateras till det speciella eventet. Fama argumenterar för att en kortsiktig studie ger ett mer korrekt utfall av studien där marknadsens reaktion kan härledas till nyemissionen.⁷

De flesta av tidigare studier är gjorda på den amerikanska marknaden och då det finns väldigt få studier genomförda på den svenska marknaden torde det vara intressant att se huruvida reaktionerna av en nyemission påverkar aktiepriset hos bolag på den svenska marknaden. På den svenska marknaden är det nästan uteslutande företrädesemissioner som genomförs medan på den amerikanska marknaden är det i princip enbart allmänna nyemissioner som genomförs. Skillnaden mellan de olika typerna av nyemissioner är främst att en allmän nyemission riktar sig till hela aktiemarknaden, samtidigt som en företrädesemission riktar sig enbart till befintliga aktieägare. Den allmänna nyemissionen lämnas ofta med en rabatt för att locka investerare att delta. Om inte befintliga aktieägare deltar vid en företrädesemissionen späds deras aktieinnehav ut.⁸ Att majoriteten av nyemissionerna som genomförs på den svenska marknaden är företrädesemissioner kan innebära att reaktionen på den svenska marknaden skiljer sig från den amerikanska.

³ Barclay & Litzenberger (1987)

⁴ Myers & Majulf (1984)

⁵ Walker & Yost (2008)

⁶ Loughran & Ritter (1995)

⁷ Fama (1998)

⁸ Berk & DeMarzo (2011)

Trots att samtliga ovan nämnda tidigare studier påvisar att en nyemission innebär en negativ avkastning alternativt försämrad avkastning på lång sikt, fortsätter företag att genomföra dem och aktieägare fortsätter att delta. Intressant är därför om det verkligen går att generalisera så mycket som att påstå att ett deltagande vid nyemission är en dålig investering. Vidare är det intressant att studera om de olika motiven till nyemission genererar olika utfall. Då det rimligtvis borde finnas skillnader i hur marknaden tar emot beskedet om nyemission beroende på det bakomliggande motivet anses det som en viktig aspekt att ta med när man studerar ämnet.

1.3 PROBLEMFÖRMULERING

Utifrån problemdiskussionen formuleras följande tre frågeställningar för studien:

- 1. Hur påverkas emitterande bolags aktiekurser på kort sikt vid annonseringen av en nyemission?*
- 2. Hur skiljer sig emitterande bolags aktiekursreaktioner på kort sikt vid annonseringen av en nyemission beroende på motiv?*
- 3. I vilken grad uppfyller de prospekterande bolagen angivna motiv?*

1.4 SYFTE

Syftet med denna studie är att analysera, fastställa och på så sätt skapa en ökad förståelse gällande marknadsreaktion på kort sikt vid annonseringen av en nyemission samt skiljaktigheter i reaktionen beroende på bakomliggande motiv till genomförandet. Vidare vill vi undersöka om de prospekterande motiven verkligen uppfylls. Då detta är ett relativt outforskat område på den svenska marknaden är avsikten med studien att bidra med ökad kunskap och förståelse.

1.5 MÅLGRUPP

Studiens primära målgrupp är medstudenter, lärare och investerare. Studien är även avsedd för personer med grundläggande ekonomiska kunskaper och intresse för finansiella frågor.

1.6 AVGRÄNSNING

Vi har valt att undersöka bolag noterade på Stockholmsbörsen mellan åren 2005-2011. Bakgrunden till valet av period är att vi vill inkludera bolag som genomfört nyemission både under hög samt lågkonjunktur. Genom en studie av dessa år inkluderas ett relativt stort antal bolag för att uppnå ett tillförlitligt resultat i syfte att presentera en relevant studie. Varför vi har valt år 2005 som första år och inte längre tillbaka beror på att vi vill ha en studie med

aktuell information. Vi anser också att studien hade blivit för omfattande för denna typ av uppsats om vi hade valt ett bredare tidsspann. Anledningen till att vi endast inkluderar bolag till och med år 2011 är att vi utgår från året för genomförandet av nyemissionen och sedan granskar företaget ett år efter för att se graden av uppfyllande av prospekterat motiv. Därmed behöver vi ha tillgång till bolagens årsredovisning för år 2012, vilket tillhandahålls, men ej för år 2013.

I inledningsfasen vid diskussion av studiens omfattning var tanken att vi skulle granska den nordiska marknaden (exklusive Norge) vilket då hade inneburit den svenska, danska, finska och isländska aktiemarknaden. Ett antal försök genomfördes för att få fram rätt data och då framförallt prospekten som registreras innan nyemission. Då det inte var möjligt att tillhandahålla en engelsk version av prospekten från den isländska och finska marknaden var studien ej genomförbar.

Vi har valt att begränsa oss till att endast analysera aktiekursutvecklingen, med hänsyn tagen till utdelning, utdelning påverkar aktiepriset vilket är en viktig aspekt att ha i åtanke för att få fram den faktiska totala avkastningen.

Nyemissioner innebär ett antal olika typer av emissioner; företrädesemission, riktad emission och allmän emission. Vi har valt begränsa oss till att titta på de kontanta företrädesemissioner som skett under tidsperioden. Detta beroende på att priset i de andra typerna av emissioner kan manipuleras genom förhandlingar mellan parterna och även innebära betalning i annan form än likvida medel.⁹

Sammanfattningsvis kommer de bolagen noterade på Stockholmbörsens samtliga listor som har genomfört en/flera nyemissioner i form av en kontant företrädesemission mellan åren 2005-2011 att ingå i vår studie. Dock exkluderas de bolag som gör mer än en nyemission över en tvåårsperiod. Anledningen till detta exkluderande beror på nyemissionens påverkan på aktiekursen vid beräkningen av bolagets normala avkastning. Utförligare beskrivning kring detta presenteras i studiens metodkapitel.

⁹ Loughran & Ritter (1995)

1.7 DEFINITIONER OCH BEGREPP

AAR- Abnormal Average Return, genomsnittlig abnormal avkastning.

Annonseringsdag- Dagen då företag annonserar att de ska genomföra en nyemission. I samband med detta publiceras villkor samt motiv till emissionen.

AR- Abnormal Return, abnormal avkastning. Differensen mellan den faktiska och förväntade avkastningen under en viss tidperiod.

BNP-tillväxt- Procentuell tillväxt i bruttonationalprodukt.

Bid-ask spread- Differensen mellan en akties köp och säljkurs.

CAR- Cumulative Abnormal Return, kumulativ abnormal avkastning, den summerade abnormala avkastningen

CAAR- Cumulative average Abnormal Return, kumulativ abnormal avkastning.

Effektiva marknadshypotesen- Teori om att marknaden är effektiv. Indelas i Svag, semistark och stark marknadseffektivitet.

Eventfönster- Den tidsperiod då aktiekurserna studeras.

Informationsasymmetri- Olika personer innehar olika mycket information.

OMXS PI- Index på Stockholmsbörsens samtliga bolag, justerat för utdelning samt splittar.

Peckningorderteorin- Modell som behandlar informationsasymmetri och transaktionskostnader, bolagens val av finansieringssätt.

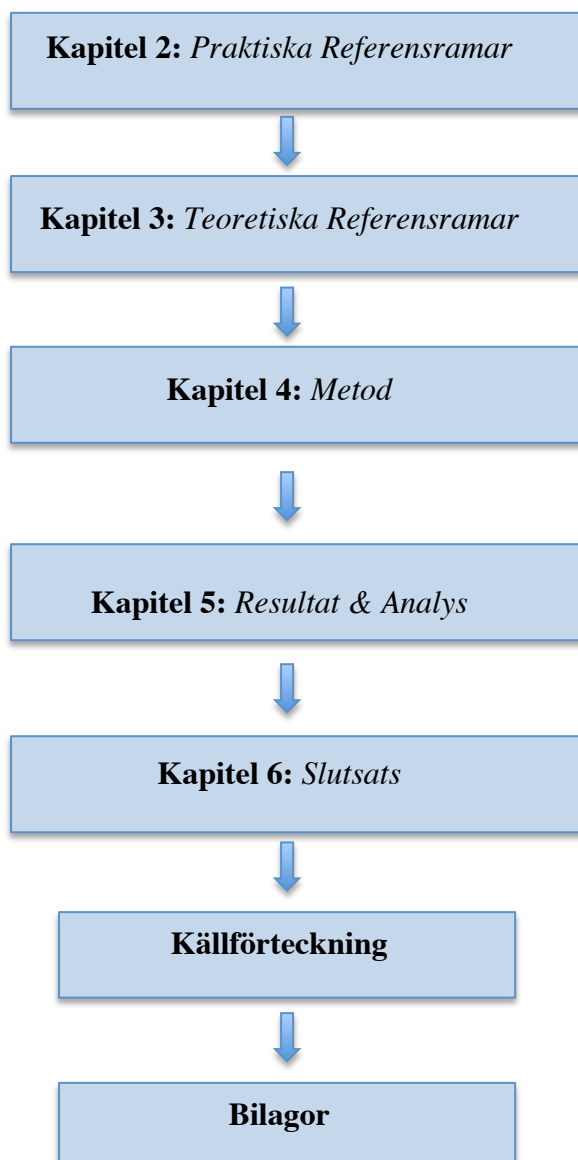
Prospekt- En handling som publiceras i samband med en nyemission. Detta dokument ska godkännas av Finansinspektionen innan det publiceras. I prospektet kan man ta del av all information gällande nyemissionen.

Signaleringsteori- Teori om hur marknaden reagerar på olika signaler.

Stängningskurs- Kursen på den sista transaktionen som avslutar en handelsdag.

Teckningsdag- Då de nyemitterande aktierna tecknas och noteras på börsen.

1.8 UPPSATSENS FORTSATTA DISPOSITION



KAPITEL 2. PRAKTISKA REFERENSRAMAR

Kapitlet beskriver relevanta termer samt begrepp i syfte att ge läsaren en ökad förståelse för ämnet. Här presenteras tillvägagångssättet vid en nyemission, de olika typerna av emission som förekommer, i vilket syfte en nyemission genomförs samt kort om konjunkturutvecklingen i Sverige under perioden.

2.1 NYEMISSIONER

Vid en nyemission erbjuder ett företag sina aktieägare och/eller allmänheten att teckna nya aktier i bolaget. Syftet med en nyemission är oftast att bolaget behöver öka sitt kapital för att exempelvis finansiera expansion, investera i utrustning, skuldreducering alternativt för att undvika konkurs. Vid en nyemission sker en så kallad utspädning av aktierna i bolaget, vilket innebär att tidigare aktieägare får en procentuellt mindre del i bolaget. För att förhindra utspädning krävs det att aktieägaren accepterar erbjudandet och tecknar nya aktier i företaget.

¹⁰

2.2 REGLERINGAR ANGÅENDE NYEMISSIONER

Reglerna gällande nyemission återfinns i aktiebolagslagens (ABL) 13:e kapitel och till viss del även i kapitel 11. Beslutande om nyemission fattas på det nyemitterande företags bolagstämma där förslaget innehåll presenteras. Det ska tydligt framgå vilka som har rätt till att teckna aktier och om befintliga aktieägare har företrädesrätt. Detta följs sedan av en omröstning där en enkel majoritet röstar igenom beslutet. Beslut om nyemission måste senast sex månader efter godkännandet vid bolagstämman registreras hos bolagsverket. Vid utebliven registrering upphör beslutet att gälla.¹¹

2.3 PROSPEKT

Ett prospekt är ett dokument med information som ställs samman och offentliggörs i samband med att finansiella instrument erbjuds till allmänheten eller börjar handlas vid en börs alternativt annan reglerad marknad. Med hjälp av prospektet ska en potentiell investerare kunna göra en rimlig bedömning av den risk och avkastning som det finansiella instrumentet medför. Prospektet ska även innehålla övrig information om det finansiella instrumentet samt om det berörda företaget och dess finansiella ställning.

Slutligen måste finansinspektionen godkänna prospektet innan det offentliggörs och efter ett godkännande publiceras det på finansinspektionens hemsida.¹²

¹⁰ <http://www.e-economic.se/bokforingsprogram/ordlista/nyemission>

¹¹ <http://www.ab.se/foretag-sverige/kapital-ab/okning-av-aktikapitalet/nyemission>

¹² <http://www.ab.se/foretag-sverige/kapital-ab/okning-av-aktikapitalet/vad-ar-prospekt>

2.4 TYP AV NYEMISSION

Riktad nyemission innebär att emissionen riktas till en viss grupp av investerare. Vanligtvis riktar sig erbjudandet till en viss typ av externa investerare eller vissa utvalda aktieägare.¹³

Företrädesemission är den vanligaste typen av nyemission på den svenska marknaden, vilken innebär att erbjudandet riktar sig till de befintliga aktieägarna och fördelas jämt i förhållande till deras befintliga aktieinnehav. Exempel innebär 1:4 att fyra befintliga aktier ger rätten att teckna en ny aktie. De som äger aktier på avstämningsdagen har rätt att delta i emissionen vilket innebär att senast på ex-dagen måste en aktie handlas för få delta i nyemissionen.

Slutligen innebär en allmän emission att allmänheten erbjuds att teckna nya aktier i företaget.

¹⁴

2.5 MOTIV TILL NYEMISSIONER

Bolagens motiv till nyemissioner skiljer sig mellan olika bolag. De vanligaste motiven följer nedan:

- ✓ Bekämpa likviditetsproblem.
- ✓ Förbättra soliditeten i bolaget och på så sätt öka möjligheterna till att erhålla banklån etc.
- ✓ Finansiering av investeringar och expansion.
- ✓ Möjliggöra förvärv eller sammanslagning med annat bolag.¹⁵

2.6 KONJUNKTURUTVECKLINGEN I SVERIGE UNDER ÅREN 2005-2011

Med anledning av de kraftiga konjunktursvängningarna i den svenska, europeiska och hela den globala ekonomin mellan åren 2005-2011 fann vi det extra intressant att använda dessa år i vår studie. Vi ville utifrån detta kunna dra slutsatser och analysera vårt resultat för att få en ytterligare aspekt till varför antalet nyemissioner och dess motiv förefaller som det gör under den studerade perioden. Som utläses av både BNP-tillväxten och OMXS PI var åren 2005-2006 de år då det rådde högkonjunktur och positivism, i främst den svenska ekonomin, men också i den globala ekonomin. Då syftet med denna uppsats är att studera den svenska aktiemarknaden torde det vara mest intressant att titta på hur OMXS PI har utvecklats.

Vi kan i utifrån nedanstående diagram se en positiv trend fram till i mitten av år 2007 innan den stora finanskrisen gjorde sitt intåg. Denna negativa trend höll sedan i sig fram till början av 2009 då index vände uppåt igen. Dock har hela den globala ekonomin sedan finanskrisen lidit av en stark finansiell oro. Vi ska med hjälp av kunskap och en rad senare presenterade teorier analysera och dra slutsatser om denna studies resultat.

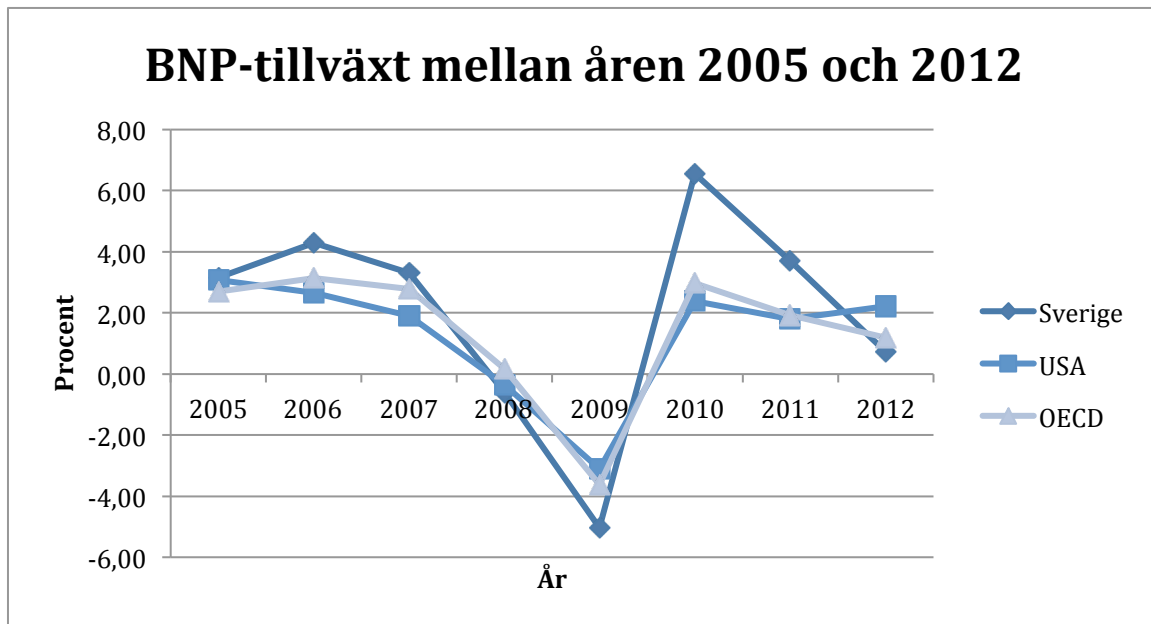
Då Schwert i sin studie från 1989 menar att volatiliteten är högre vid lågkonjunktur än vid högkonjunktur är det konjunkturutvecklingen en viktig aspekt att ta hänsyn till¹⁶.

¹³ <https://www.avanza.se/kundservice/kundservice/ordlista/r.html>

¹⁴ http://www.nyemission.nu/ordlista_riktad_emission.php

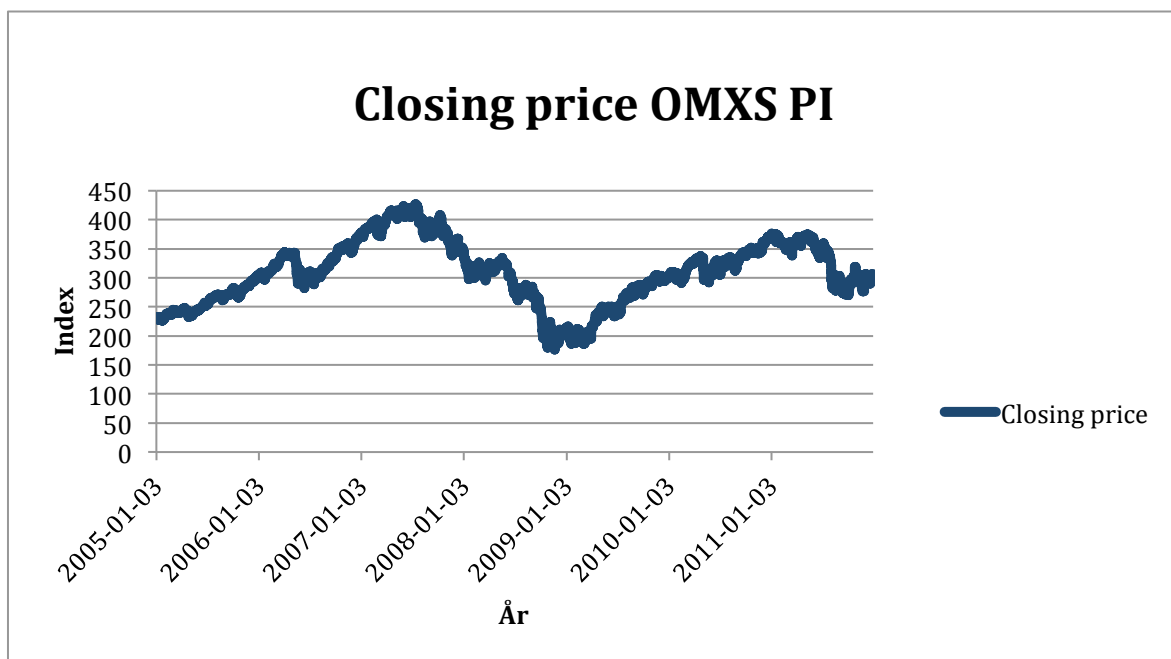
¹⁵ Andren, N. Eriksson T. Hansson, S. *Finansiering* (2010)

¹⁶ Schwert (1989)



Figur 1: BNP-tillväxt år 2005-2012

Källa: ekonomifakta.se



Figur 2: OMXS PI år 2005-2011

Källa: NASDAQ OMX Nordic

KAPITEL 3. TEORETISK REFERENSRAM

I detta kapitel kommer vi att presentera teorier och tidigare studier som anses relevanta för denna studie. Kapitlet kommer främst att behandla teori om kapitalstruktur, den effektiva marknadshypotesen, signaleringsteorin, agentteorin samt informationsasymmetrin. Avslutningsvis sammanfattas de artiklar som anses innehålla mest betydelse för vår studie.

Det finns en rad olika anledningar till varför ett företag kan behöva externt tillförda medel, samtidigt finns det en rad olika alternativ till hur ett företag kan anskaffa externt tillförda medel. Banklån, obligationslån, konvertibellån och aktieägartillskott är några av de olika alternativen som förekommer. Är företaget börsnoterat finns också ytterligare möjlighet genom att nyemittera aktier. Samtidigt som det finns olika alternativ för anskaffning finns det likaså olika uppfattningar och teorier kring de olika tillvägagångssätten. För att förstå bakgrunden till varför bolag tenderar att genomföra nyemissioner samt marknadens reaktion på dessa kommer det i denna del presenteras olika teorier och tidigare forskning som kan ge en förståelse för detta.

3.1 KAPITALSTRUKTUR

Stewart Myers, en erkänd forskare inom ämnet kapitalstruktur, menar att företag först och främst bör finansiera sin verksamhet genom internt genererade medel. Med sin modell Pecking order teorin menar Myers att det är synnerligen kostsamt att generera kapital genom emissioner. Således bör alternativet nyemission endast användas då bolaget riskerar att få för hög skuldsättningsgrad eller då belåning inte är ett möjligt alternativ. Sammanfattningsvis bör bolag enligt pecking order teorin finansiera sin verksamhet genom något av de tre alternativen nedan, där det första är minst kostsamt och det sista är mest kostsamt.¹⁷

1. **Internt genererade medel**, är det inte möjligt används
2. **lån**, så som banklån, obligationslån eller konvertibellån.
3. Som ett sista alternativ ska en **nyemission** genomföras.

En för denna uppsats viktig aspekt som Myers argumenterar för är att effektiva investerare bör inse att då ledningen råder över mer information om bolaget i förhållande till investerarna, kommer de att besluta om nyemission då bolaget är övervärderat.¹⁸ Vilket medför att en investerare som anser sig förnuftig bör värdera en eventuell emission lägre, vilket resulterar i att bolaget eventuellt inte får in så mycket kapital som de är i behov av.¹⁹ Vidare innebär pecking order teorin att då företag går bra används överskotten till att bygga på det egna kapitalet för att i perioder då det går sämre och då överskotten uteblir kunna använda de sparade reserverna. Denna strategi medför att bolaget klarar sig bättre i svagare tider.²⁰ De företag som är så kallade frequent issuers har enligt denna teori tydliga tecken på att de har finansiella problem. Belägget för detta antagande grundar sig i att de frekvent använder det sista och mest kostsamma alternativet för anskaffning av externt kapital. Rörelsen i sig

¹⁷ Myers (1984)

¹⁸ Ibid

¹⁹ Ibid

²⁰ Myers & Majulf (1984)

genererar inte tillräckligt med kapital och lån är inte heller ett genomförbart alternativ vilket resulterar i en nyemission.

Samtidigt som Myers förespråkar och argumenterar för Pecking order teorin talar han genom den emot tidigare forskning om kapitalstruktur och dess betydelse. Modigliani och Miller, två framstående forskare som studerat kapitalstrukturens betydelse, menar att ett bolags kapitalstruktur inte påverkar dess värde, följaktligen har det enligt deras teori ingen betydelse ifall ett företag är finansierat av lån eller eget kapital. Dock ökar den bolagsspecifika risken i de fall då bolag finansieras genom lånade medel. Samtidigt som risken ökar, ökar avkastningskravet. Detta på grund av att investerare vill ha kompensation för den risk de åtar sig som investerare i bolaget.²¹ En viktig aspekt att beakta gällande teorin ovan är att argumenten som Modigliani och Miller lägger fram förutsätter att det inte finns några skatter, vilket är ett högst otänkbart antagande. Dock har Modigliani och Miller modeller där även skatter tas i beaktning. Genom dessa argumenterar de för en viktig skillnad mot deras tidigare ovan nämnda teorier, nämligen att ett belånat företag har ett konstant stigande värde i förhållande till ett jämlikt företag utan belåning. Förklaringen till det är att företag som är belånade kan med hjälp de avdragsgilla räntekostnaderna utnyttja den skattesköld som i de fallen uppstår. Utifrån denna teori är det enda finansieringsalternativet att låna pengar externt då värdet av bolaget konstant stiger med anledning av de avdragsgilla räntekostnaderna.²² I verkligheten är ett bolag med 100 % belåning ej hållbart då det uppkommer kostnader för att undvika konkurs,²³ Vilket dock inte Modigliani och Miller har tagit hänsyn till i sin studie. Möjliga kostnader för konkurs har visat sig vara en bidragande faktor vid valet av kapitalstruktur, vilket vidare kan kopplas till att bolag väljer att göra nyemissioner.

3.2 EFFEKTIVA MARKNADSHYPOTESEN

Inom den finansiella ekonomin och dess teorier har den effektiva marknadshypotesen kommit att spela stor roll. Journal of Finance publicerade redan på 1960-talet en artikel av Eugene Fama som behandlar hypotesen om förekomsten av en effektiv kapitalmarknad.²⁴ Fama beskriver i sin hypotes en kapitalmarknad där priserna helt avspeglar all den disponibla information som finns att tillgå och där en konstant prisjustering sker vilket innebär att en investerare inte hinner agera före någon annan. Informationssymmetrin medför att möjligheterna att göra arbitragevinster uteblir då samtlig information redan finns tillgängligt för investerarna på marknaden.²⁵ Fama anser även att en tillgångs pris reflekterar all historisk prisinformation och det är inte möjligt att skatta framtida priser genom användning av historik.²⁶

²¹ Modigliani & Miller (1958)

²² Modigliani & Miller (1963)

²³ Berk & DeMarzo – *Corporate Finance* (2013)

²⁴ Fama (1970)

²⁵ De Ridder (2002)

²⁶ Fama (1970)

För marknaden ska anses som effektiv finns det enligt Fama tre kriterier som måste uppfyllas:

1. Inga transaktionskostnader existerar vid handel av tillgångar.
2. Alla parter på marknaden ska ha kostnadsfri tillgång till all information.
3. Alla parter på marknaden ska vara överens om att all tillgänglig information reflekterar priset på tillgången.

Dessa kriterier är emellertid omöjliga att uppnå då det råder en informationsproblematik och det existerar transaktionskostnader vid handel av tillgångar. Detta skulle kunna tolkas som att marknaden är ineffektiv, Fama menar istället att det inte nödvändigtvis behöver vara så utan endast att det finns en risk att den i framtiden skulle kunna bli det.²⁷

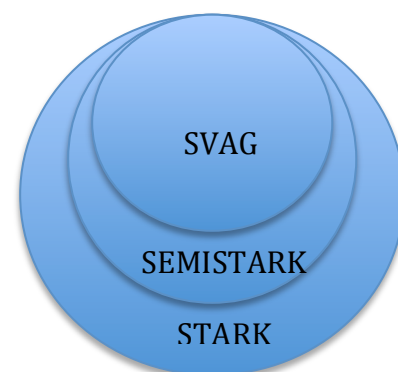
För att kunna kategorisera olika marknadens grad av marknadseffektivitet skapade Fama tre olika typer av effektivitet vilka kommer att presenteras i korthet nedan:

3.2.1 Svag marknadseffektivitet

De marknader som ingår i gruppen med svag marknadseffektivitet kännetecknas av att aktiepriset endast bestäms av historiska priser och påverkas inte av framtiden.²⁸ Ross menar den förväntade avkastningen idag, är summan av gårdagens avkastning och en slumpfaktor som inte kan prognosticeras.²⁹ Innebörden av detta blir att prisrörelsernas trender och mönster uteblir och därmed försvinner även eventuell teknisk analys fördelar.³⁰ Samtidigt som många forskare och dess studier talar för att den svaga marknadseffektiviteten förekommer finns det även de som talar emot denna teori. Bland annat studier som visar att vissa månader under året tenderar att avkasta bättre än andra.³¹

3.2.2 Semistark Marknadseffektivitet

Den semistarka marknadseffektiviteten kännetecknas av att aktiepriset, utöver vad den svaga effektiva marknaden innebär, består av all allmän information som finns på marknaden.³² Exempel på den allmänna informationen som kan förekomma är; pressmeddelande från företag, konjunkturrapporter samt olika typer av nyheter. Enligt Fama värderas informationen direkt in i aktiepriset då företag publicerar för deras bolag specifik information, så som resultatrapport och annan information som påverkar aktörerna i företaget. För att ha möjlighet att slå marknaden i en semistark marknad krävs det att investeraren har insiderinformation. För att senare i studien förstå analyser och slutsatser är det viktigt att benämna att den svenska marknaden klassas som en semi-stark marknad men ovan nämnda egenskaper.³³



²⁷ Fama (1970)

²⁸ Ibid

²⁹ Ross (1970)

³⁰ Fama (1970)

³¹ De Ridder (2002)

³² Fama (1970)

³³ Forsgårdh & Herten (1975)

3.2.3 Stark marknadseffektivitet

I en stark effektiv marknad bestäms aktiekursen utifrån all tillgänglig information, och då även insiderinformation. När denna typ av marknad råder är det inte möjligt att slå marknaden på lång sikt, detta för att all information når aktörerna samtidigt.³⁴ Malkeil, har även han behandlat aktiekursernas fluktuation och hans studier visar att det inte är möjligt att skapa någon överavkastning, dock ur ett något mer modernt och uppdaterat perspektiv än Fama.³⁵

3.2.4 Den effektiva marknadshypotesen vid nyemission

En nyemission klassificeras för ett bolag som en specifik händelse vilken föregås av ett pressmeddelande för det emitterande bolaget. Enligt den effektiva marknadshypotesen bör aktiekursen för ett nyemitterande bolag endast påverkas enbart av informationen om nyemissionen då all tidigare information betraktas som tillgänglig och redan bearbetats av marknaden. Därav borde denna studie visa någon form av onormal avkastning vid pressmeddelandet då marknaden tar emot den nya informationen och reagerar på den.

3.3 SIGNALERINGSTEORIN

Till skillnad från den effektiva marknadshypotesen anser signaleringsteorin att marknaden inte är fullt effektiv. Anhängare till denna teori menar att företagsledningen har mer och bättre information än andra aktieägare vilket resulterar i att de kan agera utifrån den informationen. Med hjälp av de signaler som ledningen sänder ut kan aktieägaren få en uppfattning om hur framtiden för bolaget ser ut. Ledningen sänder ut signaler för att visa intressenter hur de arbetar för att maximera värdet på företaget.³⁶ Barclay och Litzenberger har sammanställt några möjliga antagande till varför aktiemarknaden tenderar till att reagera negativt till en nyemission utifrån signaleringsteorin, vilka i korthet presenteras nedan. Barclay och Litzenberg har delvis baserat den första hypotesen på Myers och Majlufs studie från 1984, den andra hypotesen på Miller and Rocks studie från 1985 och den tredje och sista hypotesen relateras till Berle och Means studie från 1932 samt har delvis baserats på Jensens studie från 1986.

3.3.1 Existing Asset Value Signaling

Antagandet grundar sig i utgångspunkten att ledningen har bättre information än investerarna och kan därför bättre uppskatta företagets verkliga värde. Utifrån det bestämmer de sedan finansieringskälla. Resultatet blir enligt Barclay och Litzenberger att de väljer att nyemittera aktier om de anser företaget övervärderat och när ledningen anser företaget undervärderat väljer de istället att finansiera genom lån. Då företag väljer att göra en nyemission och emissionsbeloppet är känt sjunker aktiekursen samtidigt som kursen stiger vid besked om skuldfinansiering.³⁷

³⁴ Fama (1970)

³⁵ Malkeil (2003)

³⁶ Van Horne & Wachowicz (2005)

³⁷ Barclay & Litzenberger (1987)

3.3.2 Cashflow signaling

Hypotesen utgår från att det råder informationsasymmetri angående storleken på företagets kassaflöde, dock är nivån på de planerade investeringarna och värdet på tillgångarna kända. Då företaget väljer att nyemittera aktier indikerar det på att företaget inte själv har kraft att generera tillräckligt med interna medel för att täcka investeringen. Vidare menar Barclay och Litzenberger att om motivet är att betala av skulder kommer inte nyemissionen resultera i någon reaktion i aktiekursen då nettovärdet av externa medel blir noll samtidigt som motivet inte säger något om storleken på företagets internt genererade kassaflöde.³⁸

3.3.3 Wasteful Investment

Denna hypotes baseras på antagandet från agenteorin som innebär att skillnaden mellan aktieägares och ledningens kontroll medför att ledningen tenderar att överinvestera och genomföra projekt trots att de visar ett negativt nettonuvärde. Vid antagande av att symmetrisk information om företagets verkliga tillgångsvärde råder, signalerar en nyemission att företaget planerar att öka sina investeringar. Vidare menar denna hypotes att då nettonuvärdet av en investering visar ett negativt värde, kommer aktiepriset att falla. När det gäller både annonsering av nyemission och annonsering av att företaget tänker öka sina skulder ger det i båda fallen en negativ reaktion på aktiepriset.³⁹

3.4 AGENTTEORIN

Agentteorin behandlar problematiken mellan aktieägarnas bristande kontroll och ledningens aktiva påverkan, vilket tolkas som problematiken mellan aktieägare och ledning. Enligt Jensen och Meckling bär aktieägarna risken samtidigt som agenterna (bolagsledningen) agerar och fattar beslut i rollen som aktieägarnas representanter.⁴⁰ Inom agentteorin diskuteras man också konflikten mellan aktieägare och ledning gällande disponering av företagets avkastning. Aktieägarna vill maximera avkastningen på sin investering samtidigt som ledningen oftast inte har samma syn på det. Ledningen ser helst att kapitalet stannar i bolaget för att ha tillgång till kapital för framtida behov, när aktieägarna helst ser att bolagsledning beslutar om investeringar som bidrar med direkt avkastning.⁴¹

3.5 INFORMATIONSASYMMETRIN

Informationsasymmetrin innebär att det uppstår ett problem när båda parter inte har tillgång till likvärdig information. George Akerlof menar genom sin studie från 1970 att ett resultat av problemet kan medföra att marknaden blir mindre effektiv alternativt att marknaden upphör helt. Vidare menar han att när det gäller investeringar kommer vissa lönsamma investeringar genomgående att undervärderas samtidigt som andra olönsamma investeringar kommer att övervärderas.⁴² För att motverka detta menar Healy och Palepu att det på kapitalmarknaden kan användas olika typer av regleringar för att minska problemet. De menar även att användandet av mellanhänder kan minska problemen med informationsasymmetrin,

³⁸ Barclay & Litzenberger (1987)

³⁹ Ibid

⁴⁰ Jensen & Meckling (1976)

⁴¹ Ibid

⁴² Akerlof(1970)

finansanalytiker och värderingsinstitut är exempel dessa.⁴³ Informationsasymmetrin påverkan på aktiehandeln medför en stor skillnad i köp och säljkurser vilket kan förklaras av att en part inför en affär inte vet om motparten besitter mer information än vad han själv har.⁴⁴

3.5.1 Bid-Ask fenomenet

Bid-Ask spread för en aktie är den skillnad som uppstår mellan köp och säljkurs vid en viss tidpunkt. Genom att ta genomsnittet av köp och säljkurs och ställa det i relation till skillnaden mellan köp och säljkursen fås spreaden fram. Förklaringen till att det uppstår en spread i aktiepriset kan förklaras av informationsasymmetrin, av samma anledning som nämndes tidigare, att aktören i en aktieaffär vill skydda sig mot risken för att ens motpart innehar ett informationsövertag. Det medför att en rationell säljare kommer att begära ett högre aktiepris än vad säljaren egentligen anser att aktien är värd baserat på den tillgång av information som säljaren innehar. På samma sätt kommer en rationell köpare att vara villig att betala ett lägre pris än vad hans egentliga uppfattning om aktiens pris är. Genom att titta på Bid-Ask spreaden kan man utläsa hur pass mycket informationsasymmetri det råder kring aktiens egentliga värde, följaktligen innebär en stor spread att det råder stor informationsasymmetri.⁴⁵

3.6 TIDIGARE FORSKNING

Tim Loughran och Jay R. Ritter – *The new Issue puzzle* (1995)

I deras artikel undersöks nyemissioners abnormala avkastning över en fem års period, bolagen som ingår i studien har gjort en nyemission eller en börsintroduktion mellan åren 1970-1990. Antalet börsintroduktioner är; 4735 och nyemissioner är; 3702 stycken. Författarna kommer fram till att de bolag som genomför en börsintroduktion avkastar i genomsnitt 5 % per år och ett bolag som genomför en nyemission avkastar i genomsnitt 7 % per år. De menar vidare att en investerare måste investera 44 % mer i emissionsbolagen än i ett icke emissionsbolag för att få samma avkastning.

Paul Asquith och David W. Mullins - *Equity issues and offering dilution* (1986)

I denna studie har annonseringseffekten av en nyemission undersökts utifrån ett kortsiktigt perspektiv, de tittar på aktiekursens reaktion tio dagar innan och efter annonseringstillfället mellan åren 1963 till 1981. Resultatet som de fick fram genom att beräkna den kumulativa abnormala avkastningen med användning av en eventstudie samt regressionsanalys, visade på en negativ reaktion från marknaden där kursen efter annonsering sjönk signifikant. Författarna menar att kursfallet är beror på att signalen som ett företag sänder till investerarna vid beslutet om utfärdandet av en nyemission tolkas av marknaden som att bolaget har finansieringsproblem, oavsett motivet bakom. Därav en negativ reaktion på marknaden.

⁴³ Healy & Palepu (2001)

⁴⁴ Akerlof (1970)

⁴⁵ Glosten & Milgrom, (1985)

Stewart C. Myers och Nicholas S. Majluf – *Corporate Financing and Investment Decisions when firms have Information that Investors do not have* (1984)

Denna studie fokuserar på den information som företagsledningen besitter, men som inte eventuella investerare har kännedom om. De företag som omfattas av studien är de som genomför nyemissioner med motivet att det insamlade kapitalet ska gå till investeringar. Antagandet om att ledningen har mer information innebär således att de har en djupare och bättre insyn företagets egentliga värt och ledningens handlingar skickar en signal till investerarna om hur de bör agera. Detta kan i sin tur leda till felaktiga beslut.

Slutsatsen Myers and Majluf kommit fram till i denna undersökning visar på att när företag behöver ta till externt kapital för att finansiera verksamheten görs detta främst genom ökad belåning. Enligt Myers och Majluf är en nyemission bäst lämpad att genomföra när informationsgapet mellan ledning och investerare är så litet som möjligt. Även Asquith & Millings, 1986 visade på ett liknande resultat. Deras artikel bygger i grunden på signaleringsteorin som visar på att olika grad av information är avgörande för bedömningen av ett företags värde. Då företaget besitter mer information än dess investerare kan en nyemission ge en negativ eller positiv reaktion beroende på hur företaget agerar.

Paul M. Healy och Krishna G. Palepu – *How investors interpret changes in corporate financial policy* (1989)

I tidigare presenterade forskningar har vikten av olika tillgång på information mellan företaget och marknaden konstaterats. I denna artikel undersöks olika sätt där detta informationsgap kan ge utfall, men det undersökningsområde som är av relevans för denna uppsats är effekten av en nyemission vid annonseringstillfället. De företag som förväntas gå en dyster framtid tillmötes genererar en ökad risk vilket i många fall leder till att de utfärdar en nyemission och kapitalet går till att stärka den finansiella ställningen, bland annat genom att skuldsättningen minskas. Undersökningsperioden antar ett långsiktigt perspektiv och sträcker sig mellan 1966 till 1980 och omfattar 93 företag. Parametrarna som används för jämförelse är aktiens betavärde och index för beräkningen av vinstens volatilitet. Dessa utgör båda ett mått på affärsrisken. Med hjälp av aktiekursen och marknadsmodellen fick de sedan fram ett resultat som visade att risken för de båda ökade markant efter en annonsering av nyemission.

Mark D. Walker och Keven Yost - *Seasoned equity offerings: What firms say, do, and how the market reacts.* (2008)

I studien som ligger till grund för denna artikel har 438 företag undersökts som har genomfört en allmän nyemission. Genom att först fastställa hur företaget har motiverat sin nyemission, det vill säga vad kapitalet är tänkt att användas till, har en uppföljning sedan genomförts kring huruvida motiven har blivit uppfyllda eller ej. Motiven har delats in i tre kategorier; Investering, skuldreducering och allmänna ändamål. Utfallet av indelningen blev följande; 169 företag angav investeringar som motiv, 140 angav generella ändamål och 95 angav skuldreducering. Genom att följa upp hur företagets värde förändras efter nyemissionen och sedan jämföra det med värdet innan nyemissionen kan slutsatser dras kring kapitalets faktiska användning. Slutligen redogörs för hur marknaden reagerar vid en nyemission, detta sker i denna studie genom att den abnormala avkastningen studeras genom en traditionell

eventstudie. Resultatet av studien visar att de flesta bolag faktiskt specificerar vad kapitalet ska användas till, en minoritet presenterar väldigt lite eller ingen information alls om motivet till nyemissionen. Studien visar vidare att oberoende av vilka avsikter bolaget hade från början ökade investeringarna, vilka finansierades av både skulder och eget kapital. Detta gäller överraskande nog också för de företag som angav skuldsanering som sitt primära motiv. De företag som specifikt och detaljerat presenterar sina investeringsplaner påvisar en värdeökning vid annonseringen samtidigt som de företag som presenterar väldigt vaga investeringsplaner i sina motiv påvisar en värdeminskning vid annonseringen. Den kumulativa abnormala avkastningen för eventfönstret, vilket är annonseringsdagen och dagen efter, blev för alla företag oberoende motiv -2,76 %. Företagen med investeringar som motiv visade den minst negativa reaktionen på -2,18 %. De med allmänna ändamål och skuldreducering som motiv visade en CAR på -3,20 & respektive -3,26 %.

Michael J. Barclay och Robert H. Litzenberger – *Announcement effects of new equity issues and the use of intraday price data.* (1987)

Studien behandlar hur marknaden reagerar under dagen då beskedet om nyemission annonseras hos industriella företag. Prisförändringar under annonseringsdagen och exakt tidpunkt för annonseringen används för att genomföra denna studie. Genom att föra fram en rad olika hypoteser förklarar författarna resultatet av den genomsnittliga negativa aktieavkastningen efter en nyemissionsannonsering. De tre huvudhypoteserna är; informationshypotesen, prispresningshypotesen och hävstånghypotesen. Det författarna slutligen kommer fram till är att under de 15 följande minuterna efter beskedet om nyemission stiger volymen och resultatet är en negativ genomsnittlig avkastning på -1,3 %. Avkastningen en timme innan annonseringen sker studeras även och där kan en liten men dock signifikant negativ genomsnittlig avkastning fastställas. Vidare konstateras att storlek på emissionen, motiv och förväntad avkastning på investeringar inte är korrelerade med annonseringseffekten.

Martin R.H. Jensen, Claire E. Crutchley and Carl D. Hudson- *Market reaction to equity offer reasons: What information do managers reveal?* (1994)

I studien bakom denna artikel har författarna undersökt förhållandet mellan avkastningen vid en annonsering av en allmän nyemission och motivet till nyemissionen. Studien visar att ledningen signalerar om kvalitén på de nya investeringarna när bolaget genomför en nyemission med investeringsmotiv, vilket är stöd för att beskedet om nyemission är en signal på "wasteful investment" som även Barclay och Litzenberger presenterar i sin studie. Jensen, Crutchley och Hudson menar vidare att annonseringen av en nyemission signalerar att ledningen anser att företaget är övervärderat då emissionen motiveras med generella ändamål.

Sammanfattning av tidigare studier.

Artikelförfattare	År för undersökning	Urval för undersökning	Resultat
Tim Loughran & Jay R. Ritter	1970-1990	Bolag som börsintroducerats: 4735. Bolag som genomfört allmän nyemission: 3702. Alla på amerikanska marknaden.	Börsintroduktion: Avkastar i genomsnitt 5 % per år under 5 år. Nyemission: Avkastar i genomsnitt 7 % per år under 5 år.
Paul Asquith & David W. Mullins	1963-1981	Allmänna nyemissioner av industribolag på den amerikanska marknaden, 531 stycken.	80 % av alla undersökta bolag generera av en negativ avkastning på eventdagen. AAR för eventdagen: -2,7%
Paul M. Healy & Krishna G. Palepu	1966-1980	Allmänna nyemissioner på den amerikanska marknaden, 93 stycken	Bolag med en dyster framtid ökar risken vilket gör att de nyemitterar för att stärka finansiell ställning, genom skuldreducering.
Stewart C. Myers och Nicholas S. Majluf	<i>Information saknas</i>	<i>Information saknas</i>	När företag behöver externt kapital görs detta främst genom ökad belåning. Nyemission är bäst lämpad när info. gapet mellan ledning och investerare är litet.
Mark. D Walker & Keven Yost	Åren 1997 & 2000	Allmänna nyemissioner på den amerikanska marknaden, 438 stycken.	CAR alla: -2,76% CAR I: -2,18 % CAR G: -3,20% CAR S: -3,26 %
Micheal J. Barclay & Robert H. Litzenberger	Jan. 1981-Dec. 1983	Allmänna nyemissioner av industribolag, 218 stycken.	Under 15 min efter annonsering faller aktiepriset i genomsnitt med 1,3 %. Tre timmar runt beskedet avkastar aktien 2,4%.
Martin R.H. Jensen, Claire E. Crutchley & Carl D. Hudson-	1974-1990	Allmänna nyemissioner på den amerikanska marknaden, 443 stycken.	En teori kan inte förklara reaktionen för samtliga motiv, varje enskilt motiv måste förknippas med lämplig teori.

Tabell 1: Sammanfattning av tidigare studier

3.6.1 Kritik mot tidigare forskning

För att kunna jämföra och analysera denna studie utifrån tidigare studier måste det göras utifrån ett kritiskt perspektiv. Då samtliga av tidigare studier har genomförts på den amerikanska marknaden kan det komma att bidra med stora skillnader i resultat jämfört med denna studie. Som tidigare nämnts i problemdiskussionen skiljer sig de vanligaste emissionstyperna mellan Sverige och USA, i Sverige genomförs det nästan uteslutande företrädesemissioner medan i USA genomförs i princip enbart allmänna emissioner. När det gäller tidpunkten för publicering och genomförande är det beaktningsvärt att flertalet av de tidigare studierna är genomförda på 1960 till 1980-talet alternativt tidigt 1990-tal. På den tiden innebar annonseringstidpunkten den tidpunkt då beskedet publicerades i en finansiell tidskrift, såsom Journal of Wall Street. Det var väldigt enkelt att mäta när beskedet nådde marknaden eftersom det var den enda källan och hela marknaden fick reda på det vid samma tidpunkt. Idag när det är möjligt följa hela den finansiella marknaden via internet och därmed få direkt vetskap om en händelse. En del internetsidor tillhandahåller till och med alarm om det händer något speciellt i de bolagen personen äger aktier i. Vidare kan det riktas kritik mot de studier där de korta eventfönster har använts, Walker och Yost använder sig av endast 2 dagar. För att få med hela reaktionen bör eventfönstret sträcka sig från några dagar innan till några dagar efter annonseringen. Barclay och Litzenberger använder enbart sig av eventdagen och timmarna före och efter. De mäter den genomsnittliga abnormala avkastningen 15 min efter beskedet. För att återigen knyta an till problematiken med annonseringen bör det beaktas att denna studie genomfördes 1987, vilket innebär att det pressmeddelandet gick ut via en tidskrift vilket måste ha inneburit att det var en stor del av marknaden som inte hann reagera på 15 min.

Kritik kan även med utgångspunkt i Fama teori riktas mot de långsiktiga studierna och då till exempel Loughran och Ritters studie från 1995. Fama menar att när studier på aktiekursen görs på fem år kan det vara andra händelser och faktorer som påverkar utfallet. Han menar därför att det är svårt påvisa ett riktigt resultat när aktiekursen kan påverkas av mer än nyemissionen, vilkens effekter studien studerar.

KAPITEL 4. METOD

Detta kapitel har för avsikt att redogöra för valet av undersökningsmetod för studien. Uppsatsens ansats samt tillvägagångssättet för insamling och bearbetning av data behandlas. Vidare diskuteras informationens tillförlitlighet. Tillvägagångssättet vid en eventstudie förklaras i en separat del. Metodvalet för uppföljande av motiv presenteras. Slutligen utförs statistiska test för att kontrollera resultatens signifikans.

4.1 METODVAL SAMT FORSKNINGSANSATS

Utifrån syftet med studien anser vi att en kvantitativ metod är befogad. För att besvara de frågeställningar som studien utgår från kommer vi att undersöka skillnader i kvantifierbara parametrar vilket utgör skäl för att kvantitativ metod är rätt tillvägagångssätt.⁴⁶ Studien har till syfte att bedöma om det sker någon abnormal aktiekursavkastning kring annonseringen av en nyemission samt, om abnormal avkastning förekommer, genom aktiekursförändringen studera om det går att utläsa någon skillnad i avkastning beroende på bolagens motivering till den kommande nyemissionen. Vidare kommer vi att mäta i vilken grad de prospekterande motiven uppfylls. Ett resultat kommer att uppnås genom bearbetning av en stor mängd empirisk samt kvantifierbar data.⁴⁷ Aktiekursdata samlas in från flertalet bolag för att analysera huruvida en abnormal avkastning vid en nyemission förekommer.

Studien antar en deduktiv ansats. Hypoteser formuleras utifrån befintlig teori, data samlas in utifrån dessa hypoteser samt befintlig teori, vilket ger ett empiriskt resultat. De tidigare formulerade hypoteserna testas sedan för att antingen accepteras eller förkastas. Detta görs genom test av hypotesens signifikans.



Figur 3: Den deduktiva processen

4.2 DATAINSAMLING SAMT KÄLLKRITIK

Då vår studie består av sekundärdata, utgör den en sekundäranalys. För att säkerställa vilka bolag som genomfört en nyemission under åren 2005-2011 utgick vi från NASDAQ OMX hemsida där nyemissioner genomförda under åren 2005-2009 finns publicerade. Komplettering för åren 2010-2011 erhöles från Finansinspektionen. Information gällande datum för annonsering av varje bolags nyemission hämtades från NASDAQ OMXs nyhetsarkiv samt News Cision. NASDAQ OMX är världens största börsföretag och data inhämtad härifrån kan i största grad anses som tillförlitlig. För att ytterligare säkerställa att korrekt datum för annonseringsdagen har angetts har dessa datum kontrollerats mot de datum som anges på News Cision. News Cision är en välrenommerad databas som distribuerar pressmeddelanden över hela världen. Utifrån pressmeddelanden klassificeras angivet motiv.

⁴⁶ Lundahl&Skärvad (2009)

⁴⁷ <http://www.ne.se/lang/kvantitativ-metod>

Motivet för varje nyemissionstillfälle har grundligare kontrollerats mot varje emitterande bolags publicerade prospekt. Dessa prospekt har erhållits från Finansinspektionens prospektregister. Kvantitativ data i form av aktie samt indexkurser har inhämtats från databasen Thomson Reuter Datastream. Data insamlade från Thomson Reuters Datastream anses vara tillförlitlig, då databasen används i flertalet liknande publicerade studier.

För att besvara problemformuleringen gällande graden av uppfyllande av motiv samlas data in från varje emitterande bolags årsredovisning året före nyemissionen, samma år som genomförandet samt ett år efter nyemissionen. Dessa årsredovisningar laddades ner från Retriever vilken är nordens ledande leverantör av mediebevakning samt företagsinformation. Databasen ägs av TT samt norska NTB och är en högst pålitlig källa.

Informationen i studiens teoretiska del har inhämtats från forskningsartiklar publicerad i ansedda branschtidningar samt relevant litteratur. Lunds Universitets Biblioteks databas LUB Search har använts vid insamlandet av forskningsartiklar.

Vid beräkning av de konstanta värdena som används i Marknadsmodellen i eventstudiedelen anser vi att OMXS PI-index är mest relevant för att få en rättvis bild av avkastningen på aktiemarknaden då OMXSPI innefattar alla bolag listade på OMX Nasdaq Stockholmbörsen. Detta index är ytterst relevant då det är justerat för aktieutdelningar, splittar samt andra faktorer som kan påverka beräkningen av den normala avkastningen för aktien. OMXS PI är ett justerat index, dock starkt korrelerad med OMX Stockholm 30, vilket är det index som används mest frekvent. För denna studie används OMXS PI, då detta är justerat för faktorer som annars kan ge ett missvisande resultat.

4.2.1 Bortfall

Under åren 2005-2011 genomfördes totalt 119 stycken företrädesemissioner på NASDAQ OMX Stockholms samtliga listor. Av dessa kategoriserades 36 stycken av dem som bortfall då de inte nådde upp till de kriterier som fastställts för studien. Dessa kriterier vi valt för studien presenteras närmare i 4.4.2. På grund av villkoret att bolaget ej får genomföra två nyemissioner inom en två års period har ett antal nyemissionstillfällen exkluderats från studien. Frequent issuers, bolag som genomför nyemissioner ofta, är ett relativt vanligt fenomen och därav har detta resulterat i bortfall av ett antal nyemissionstillfällen. Dock tenderar dessa bolag att ange samma motiv till nyemissionen vid varje emissionstillfälle, marknadens reaktion på det specifika bolagets annonsering av en nyemission omfattas av studien vid det första emissionstillfället. Vidare exkluderades nyemissionstillfällen med anledning av att bolaget försattes i konkurs under året för nyemissionen alternativt året efter. En konkurs innebar att det inte gick att fastställa i vilken grad bolaget uppfyllde prospekterat motiv.

4.3 EVENTSTUDIE

Vid en eventstudie studeras om en specifik händelse påverkar ett bolags aktiekurs. Ett bolags normala avkastning jämförs med den avvikande avkastningen efter en specifik händelse för att fastställa om en abnormal avkastning förekommer. Eventstudien har för avsikt att separera företagsspecifika event från marknad- och branschspecifika händelser. Denna metod används för att bedöma om marknadseffektivitet förekommer.⁴⁸

Marknadens reaktion på denna händelse kommer omedelbart att kunna urskiljas då rationalitet på marknaden förutsätts. Vilket vidare innebär att aktieprisets fluktuation beror på de förväntningar som finns gällande bolagets kommande resultat samt den information som redan är offentliggjord⁴⁹

Eventstudiens styrka är att den abnormala avkastningen, som beror på en företagsspecifik, men tidsberoende händelse, kan beräknas genom att aggregera flera bolags resultat från en liknande händelse fast vid olika tidpunkter. Då urvalen ökar reduceras det tidsspecifika prediktionsfelet till noll.⁵⁰ Vid kortsiktiga studier av företagsspecifika händelsers inverkan på bolagets aktiekurs är eventstudiemetoden att föredra. Kritik gällande användandet av eventstudier på långsiktiga studier har framförts av Fama och även nämnts i uppsatsens inledningsfas. Fama menar att vid studerande av en längre tidsperiod efter att händelsen ägt rum kan en avvikande avkastning bero på utomstående faktorer och är inte relaterad till det specifika eventet och därmed inte korrekt uppskattad.⁵¹ Vid studier av långsiktig aktiekursutveckling visar sig buy-and-hold-metoden ge ett mer korrekt resultat.⁵²

Vi kommer att basera vår eventstudie på MacKinlays sjustegsprocess.⁵³ Benningas struktur för en eventstudie följdes under beräkning samt bearbetning av data.⁵⁴

4.4 MODELL AV SJUSTEGSPROCESSEN

1. Definition av event samt tidsram
2. Kriterier för urval
3. Val av modell för uträkning av normal avkastning
4. Fastställande av estimeringsfönster
5. Beräkning av onormal avkastning
6. Aggregering av avvikande avkastning
7. Tolknings- och slutsatser

⁴⁸ Benninga, (2008)

⁴⁹ MacKinlay, G. (1997)

⁵⁰ Ahern, (2006)

⁵¹ Fama (1998).

⁵² Ikenberry et al. (1995)

⁵³ MacKinlay, G. (1997)

⁵⁴ Benninga (2008)

4.4.1 Definition av event samt tidsram

I denna studie är den händelse som studeras annonseringen av en kommande nyemission. Eventdagen i denna studie fastställs till dagen då meddelandet om att en nyemission skulle genomföras för respektive bolag nådde marknaden. Kriterierna för att pressmeddelandet skulle definieras som annonseringen av nyemissionen var att samtliga villkor för nyemissionen var fastställda. Specifikt motiv för emission skulle även vara presenterat. Perioden kring annonseringsdagen som studeras för att utläsa abnormal avkastning kallas eventfönstret. Eventfönstret är den tidsintervall som studeras för att fastställa ovanliga förändringar i aktiepriset vilka är relaterade till nyheten om en kommande nyemission. Intentionen är att se om någon överavkastning alternativt underavkastning kan urskiljas. Eventfönstret är normalt tre, fem eller tio dagar. Detta gör det möjligt att upptäcka eventuellt informationsläckage före annonseringen.⁵⁵ Vi är intresserade av att se om ett informationsläckage förekommer samt reaktionen över en längre sikt. Tidsintervallet för omfattningen av eventfönstret i denna studie omfattar därför en period av 10 dagar. Annonseringsdagen benämns vidare i studien som t_0 , vi inkluderar fyra dagar före annonseringsdagen och fem dagar efter i eventfönstrets tidsintervall.

4.4.2 Kriterier

Vid urvalet av bolag som ska inkluderas i studien har vi valt att göra följande avgränsningar:

- ✓ Bolaget ska ha genomfört minst en nyemission mellan åren 2005-2011.
- ✓ Nyemissionen ska vara av slaget företrädesemission.
- ✓ Bolaget ska vara börsnoterat på NASDAQ OMX Stockholms Large Cap, Mid Cap eller Small Cap-lista.
- ✓ Bolaget ska ha varit börsnoterat det år då nyemissionen genomfördes, samt året före och året efter nyemissionen.
- ✓ Bolaget ska endast ha genomfört en nyemission under en två års period.
- ✓ Aktiekursinformation ska finnas tillgänglig under estimeringsperioden samt eventfönstret.
- ✓ Motiv ska vara definierat.
- ✓ Det emitterade bolagets årsredovisning ska finnas publicerad året innan, året för genomförandet samt året efter nyemissionen.

⁵⁵ Benninga (2008)

Valet av tidsperiod motiveras av att studien avser att inkludera bolag som genomfört en nyemission under högkonjunktur samt bolag som genomfört en nyemission under en lågkonjunktur. Vidare är ett kriterium att bolaget ska ha publicerat en årsredovisning för året före, året efter samt för året då nyemissionen genomförs. Detta är satt som krav för att uppföljning av motivet ska möjliggöras. Därmed avgränsas studien till att innefatta år 2011, då bolagens årsredovisningar för år 2013 ej publicerats vid studiens genomförande.

Studien består endast av bolag som genomfört företrädesemissioner vilket innebär att de nyemitterade aktierna ska erbjudas till försäljning till samtliga av bolagets befintliga aktieägare. Exkluderat i denna studie är därmed börsintroduktioner, riktade emissioner, teckningsoptioner, apportemissioner, fondemission, kvittningsemission samt allmänna nyemissioner.

Kriteriet att bolaget endast ska ha genomfört en nyemission under en två-årsperiod är satt med anledning av att den data inkluderad i estimeringsperioden för beräkningen av den normala avkastningen inte ska förvrängas av den eventuella abnormala avkastning som kan förekomma vid en nyemission. För att erhålla aktiekursens normala avkastning, utan påverkan från en tidigare genomförd nyemission, har dessa bolag exkluderats från studien.

4.4.3 Val av modell för uträkning av normal avkastning

Differensen mellan den faktiska och den förväntade avkastningen resulterar i den abnormala avkastningen under eventfönsterperioden. Denna avkastning kan anta ett positivt eller ett negativt värde. Definitionen av den förväntade avkastningen är den avkastning som bolaget skulle ha erhållit om en nyemission ej hade skett. För att utläsa om det förekommer någon abnormal avkastning under dagarna kring annonseringsdagen beräknas den normala, förväntade avkastningen för aktien. Enligt MacKinley⁵⁶ kan den förväntade avkastningen beräknas antingen genom ekonomiska eller statistiska modeller. De statistiska modellerna följer statistiska antaganden gällande tillgångens avkastning och är ej beroende av några ekonomiska argument. Flexibiliteten vid användandet av de statistiska modellerna är även högre vilket vidare motiverar valet av statistisk modell vid beräkning av normal avkastning. Bland de statistiska modellerna som används vid en eventstudie är marknadsmodellen standard. Marknadsmodellen mäter korrelationen mellan en enskild akties avkastning och avkastningen på marknaden. Ett alternativ till marknadsmodellen är två-faktorsmodellen där aktiens verkliga avkastning sätts i relation till marknaden samt branschens avkastning under estimeringsperioden. Detta för att inkludera andelen abnormal avkastning som anses vara branschspecifik. Brown & Warner⁵⁷ visade i en studie att vid ett stort urval av observationer att det inte förekommer någon direkt skillnad gällande valet av estimeringsmodell. Vi väljer att lita till Benninga⁵⁸ samt MacKinleys⁵⁹ val av modell, då de anser att den mest lämpade beräkningsmodellen för den förväntade avkastningen är marknadsmodellen.

⁵⁶ MacKinlay, G. (1997)

⁵⁷ Brown & Warner (1985)

⁵⁸ Benninga (2008)

Formel för marknadsmodellen

$$ER_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

ER_{it} = förväntad avkastning för aktie i vid tidpunkt t

α_i = alfavärde för aktien i.

β_i = betavärde för aktie i.

R_{mt} = avkastning på marknadsindex vid tidpunkten t

t = dag i förhållande till annonseringsdagen

ε_{it} = Slumpfelets medelvärde i modellen på dagen t, förväntat värde är 0.

För att tillämpa ovan givna formel beräknas α vilket är den icke systematiska risken, den diversifierbara risken för det specifika bolaget som genom diversifiering kan reduceras till noll samt β vilket är den systematiska risken, den icke-diversifierbara risken. Betavärdet visar den enskilda aktiens känslighet i förhållande till fluktuationer i marknadsportföljens avkastning. Dessa beräkningar kan utföras efter att den verkliga avkastningen under estimeringsperioden har studerats.

Vid sammanställandet av data under estimeringsperioden för beräkning av bolagens β och α tas hänsyn till den specifika aktiens ASK-BID-spread. De tidigare studier vi har tagit del av använder aktiens stängningskurs för beräkning av β och α . För att få ett mer korrekt resultat genomfördes följande beräkning

Dagligt snitt av köp samt säljkurs

$$P_{it} = \frac{P_a + P_b}{2}$$

P_{it} = Aktiens justerade stängningskurs

P_a = Aktiens senaste köpkurs

P_b = Aktiens senaste säljkurs

Daglig verklig avkastning för den enskilda aktien

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

R_{it} = Verklig avkastning dag t.

P_{it} = justerad stängningskurs för aktie i på dag t.

P_{it-1} = justerad stängningskurs för aktie i på dagen före t.

Daglig avkastning för marknadsportföljen, OMXSPI

$$R_{mt} = \frac{P_{mt} - P_{mt-1}}{P_{mt-1}}$$

R_{mt} = Avkastning på OMXSPI på dagen t

P_{mt} = Stängningskurs för OMXSPI på dagen t

P_{mt-1} = Stängningskurs för OMXSPI på dagen före dagen t.

Alfavärde samt Betavärde beräknas utifrån den enskilda aktien samt marknadsindex kursdata inhämtad under estimeringsperioden. Vid tillämpning av dessa i marknadsmodellen är dessa variabler är konstanta för respektive aktie.

*Betakoefficienten*⁶⁰

$$\beta_i = \frac{Cov(R_{it}, R_{mt})}{\sigma^2(R_{mt})}$$

$Cov(R_{it}, R_{mt})$ = Kovariansen mellan avkastningen för aktie i och OMXSPI på dagen t

$\sigma^2(R_{mt})$ = Variansen för OMXSPI på dagen t

Alfavärdet, vilket motsvarar skärningspunkten vid en linjär regression kan nu beräknas.

Vid beräkning av aktiens alfavärde använder vi den genomsnittliga avkastningen för aktien, den genomsnittliga avkastningen för marknadsportföljen samt aktiens betavärde.

Alfavärdet för den enskilda aktien

$$\alpha_i = \mu_i - \beta_i \mu_m$$

α_i = alfavärde för aktie i

μ_i = genomsnittlig avkastning för aktie i

μ_m = genomsnittlig avkastning för marknadsportföljen OMXSPI

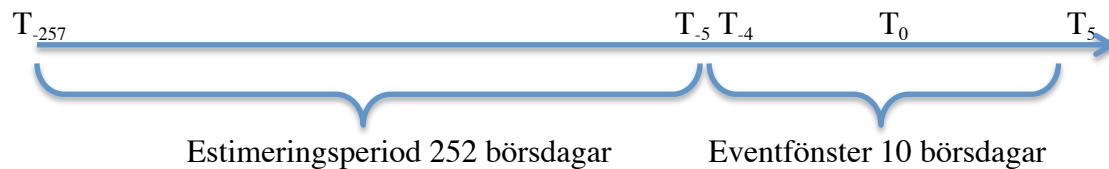
4.4.4 Fastställande av estimeringsperiod

För att kunna fastställa den normala avkastningen för varje bolag i urvalet studeras bolagets avkastning under en specifik period före annonseringsdagen. Data hämtad från denna period är därmed oberoende av nyemissionens effekter på aktiekursen.

Denna period benämns som estimeringsperioden.

⁶⁰ Berk, DeMarzo (2011)

Estimeringsperiodens längd i vår studie är 252 börsdagar, således ett kalenderår. Estimeringsperioden ska ej överlappa eventfönstret, då eventets effekt kan ha inverkan vid beräkning av den normala avkastningen.⁶¹ Estimeringsperioden sträcker sig från dagen innan eventfönstrets start, sett från annonseringsdagen, vilken benämns som dag t . Estimeringsperioden består därmed av perioden från dag $t-5$ till dag $t-257$ före dagen t . Motiveringen till valet av estimeringsperiodens längd baseras på Benninga.⁶² Enligt Benninga är de 252 börsdagarna under ett kalenderår den vanligaste längden för att en uppskattning av ett bolags normala aktiekursfluktuation ska kunna verkställas.



⁶¹ MacKinley, G (1997)

⁶² Benninga (2008)

4.4.5 Beräkning av abnormal avkastning

Genom att studera den faktiska avkastningen i jämförelse med den förväntade avkastningen vid de olika dagarna under eventfönstrets tidsintervall kan vi utläsa vilken effekt annonseringen av nyemissionens har haft på aktiekursen.⁶³

För beräkning av den abnormala avkastningen för aktie i på dagen t

$$AR_{it} = R_{it} - ER_{it}$$

AR_{it} = Abnormal avkastning för aktie i på dagen t

R_{it} = Avkastningen för aktie i på dagen t

ER_{it} = Den förväntade avkastningen på aktie i på dagen t

4.4.6 Aggregering av avvikande avkastning

Efter att ha beräknat den abnormala avkastningen vid varje annonseringstillfälle är nästa steg i processen att beräkna ett medelvärde för alla bolags abnormala avkastningar per dag, average abnormal return.

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it}$$

AAR_t = Genomsnittlig abnormal avkastning på dagen t .

AR_{it} = Abnormal avkastningen för aktie i på dagen t .

N = Antalet observationer

Den kumulativa abnormala avkastningen beräknas för den enskilda aktien för att studera den totala abnormala avkastningen under eventfönstret.

$$CAR_{i(t_1, t_2)} = \sum AR_{it}$$

t_1 = eventfönstrets startdag

t_2 = eventfönstrets slutdag

Slutligen beräknar vi kumulativa genomsnittlig abnormal avkastning.

$$CAAR(t_1, t_2) = \frac{1}{N} \sum CAR_i(t_1, t_2)$$

⁶³ MacKinley, G (1997)

4.4.7 Tolkningar samt slutsatser

För att säkerställa nivån av signifikans i resultaten görs ett signifikanstest när kumulativ genomsnittlig abnormal avkastning samt genomsnittlig abnormal avkastning per dag under eventperioden är beräknad.

4.5 JÄMFÖRELSE MELLAN GRUPPERINGARNA SKULD, INVEST OCH GENERELL

I syfte att undersöka om det förekommer någon skillnad i den abnormala avkastningen beroende på bakomliggande motiv till nyemission klassificeras samtliga bolag efter motiv angivet för företrädesemissionen.

Efter sammanställningen av den totala abnormala avkastningen samt kumulativ abnormal avkastning över alla bolag inkluderade i studien sorteras bolagen in i undergrupperna SKULD, INVEST samt GENERELL.

Vid valet av tillvägagångssätt för klassificeringen av motiv används

Walker & Yost studie som referensstudie.⁶⁴ Vissa avvikelser görs dock från referensstudien.

De bolag som i prospekten angivit att det emitterade kapitalet ska användas för investering i fast tillgång eller för förvärv av annat bolag kategoriseras som INVEST.

Walker & Yost väljer att vidare även kategorisera bolag där det förvärvade kapitalet planerar att användas för forskning samt utveckling av produkter inom denna kategori.

I de prospekt som vi studerat har detta motiv nämnts som ett bland många andra som snarare faller in under GENERELL-kategorin, då det anskaffade kapitalet används främst i den löpande verksamheten.

Inom kategorin GENERELL inordnas de bolag som ej specificerat ett klart motiv till vad det erhållna kapitalet ska användas till. Huvudsakligen antas det anskaffade kapitalet användas som rörelsekapital.

Kategorin SKULD innebär att det emitterade bolaget angett skuldreduktion som motiv för nyemissionen. De bolag som faller inom denna kategori ska enligt sina prospekt använda det nyligen intagna kapitalet till en förbättring av kapitalstrukturen såsom minskad skuldsättningsgrad genom nedbetalning av lån. Dessa bolag specificerar som regel de specifika lånen som ska betalas av.

De bolag som anger flertalet motiv för anskaffande av nytt kapital och vidare anger den exakta summan för användning av kapitalet sorteras in i den kategori där de har intentionen att allokera mest kapital.

För att jämföra skillnaden i abnormal avkastning mellan kategorierna sammanställs den genomsnittliga abnormala avkastningen samt kumulativa abnormala avkastningen för bolagen inom varje kategori. Sedan testas abnormal avkastning per dag samt den kumulativa

⁶⁴ Walker & Yost (2008)

abnormala avkastningen över eventfönstret.

Hypoteser formuleras för att testa om det finns någon signifikant skillnad mellan de olika motivens abnormala avkastning.

4.6 UPPFÖLJNING AV GRADEN AV UPPFYLLANDE AV MOTIV

För uppföljning av de motiv för nyttjande av det nyanskaffade kapitalet studeras respektive bolags årsredovisning. Året innan genomförandet definieras som år -1, det aktuella året för nyemissionen definieras som år 0 samt nästkommande år efter det att nyemissionen ägt rum, benämns vidare i uppsatsen som år +1.

Genom beräkning av förändringen i de totala anläggningstillgångarna i relation till de totala tillgångarna året före nyemissionen studerar vi ökningen alternativt minskningen av bolagens investeringskvot efter nyemissionen och ser därigenom om de hållit fast vid sina planer på ytterligare investeringar.

$$INV = \frac{\Delta AT_n}{TA_{-1}}$$

ΔAT_n = förändring anläggningstillgångar år n.

För att följa upp i vilken grad urvalet i studien minskar sin skuldsättning efter nyemissionen beräknas skuldkvoten för året före nyemissionen, för det aktuella året för emissionen samt året efter.

$$SK = \frac{LS_n}{T_{-1}}$$

SK= Skuldkvot

LS_n= Långsiktiga skulder år n.

Majoriteten av de bolagen som inkluderats i studien har angett generella ändamål som motiv till anskaffningen av kapital. Följaktligen är detta svårt att följa upp och därför har vi vidare valt att studera i vilken grad även dessa bolag använder sitt tillflöde av kapital för ökade investeringar alternativt minskad skuldsättning.

Slutligen kontrollerar vi om de totala tillgångarna ökat år 0 samt år +1 i relation till år -1.

$$TA = \frac{T_n}{T_{-1}}$$

TA= Totala tillgångar

Vidare bedöms om de bolag som angett minskad skuldsättning samt investering som motiv har uppfyllt detta. Bolagen som angett investering måste ha en genomsnittlig investeringskvot, år 0 och år 1, som överstiger kvoten för år -1 för att motivet ska anses som uppfyllt.

$$\frac{(INV_0 + INV_1)}{2} > INV_{-1}$$

För att bekräfta uppfyllnad av motiv gällande minskad skuldsättning gäller

$$\frac{(LS_0 + LS_1)}{2} < LS_{-1}$$

För att konstatera signifikanta skillnader för åren 0 och +1 i förhållande till år -1 används ett Mann-Whitney test.

4.7 SIGNIFIKANTSTEST SAMT HYPOTESPRÖVNING

Våra resultat i studien testas för statistisk signifikans i syfte att kontrollera i vilken grad det kan dras slutsatser utifrån dessa. Testerna bedömer i vilken utsträckning resultatet kan generaliseras.⁶⁵ Utifrån storleken på testet samt fördelningen av data i materialet väljs vilken typ av statistiskt test som ska genomföras. För att testa om resultatet av eventstudien är statistiskt signifikant väljer vi att göra ett T-TEST i Excel. Att vi väljer att göra ett T-test beror på att vårt urval är större än 30 och det antas då att variablerna är ungefär normalfördelade.⁶⁶

T-test

$$t = \frac{\bar{x} - \mu}{s / \sqrt{N}}$$

\bar{x} = urvalets medelvärde

μ = populationens medelvärde

s = urvalets standardavvikelse

N = antalet observationer

För att testa resultatet formuleras en nollhypotes, H_0 , som anger att två variabler ej är relaterade till varandra. En alternativ hypotes, H_1 , menar att på motsatt utfall. För att testa hypotesen "att bolag som annonserar nyemission genererar en abnormal avkastning" formulerar vi följande Nollhypotes samt alternativ hypotes. Signifikansnivån, α , sätts till 5 %, underlaget studeras även på signifikansnivåerna 10 % samt 1 %. I Excel beräknas ett p-värde, vilket är den procentuella sannolikheten att materialet är slumpvis fördelat.⁶⁷ Vi testar den abnormal avkastningen (AR) för varje dag under eventet, testet utgår från den genomsnittliga abnormal avkastningen AAR.

⁶⁵ Bryman & Bell (2005)

⁶⁶ Körner & Wahlgren (2006)

⁶⁷ Ibid

H0: Abnormal avkastning förekommer INTE för emitterande bolag vid annonseringen av en nyemission. $AR = 0$

H1: Abnormal avkastning förekommer för emitterande bolag vid annonseringen av en nyemission $AR \neq 0$

På samma sätt testas vi den kumulativa abnormala avkastningen (CAR)

H0: Kumulativ abnormal avkastning förekommer INTE över eventfönstret för emitterande bolag vid annonseringen av en nyemission. $CAR = 0$

H1: Kumulativ abnormal avkastning förekommer över eventfönstret för emitterande bolag vid annonseringen av en nyemission. $CAR \neq 0$

T-test används även på samma vis för att testa om skillnaderna i CAR mellan de bolag med investerings, skuldreducering alternativt generella motiv är signifikanta.⁶⁸

För att testa om skillnaden i bolagens balansräkningar året för nyemissionen, samt året efter i förhållande till året före nyemissionen är signifikant utförs ett Mann Whitney test på värden för år 0 samt 1 i relation till år -1. Valet av test grundar sig i att mätningarna är oberoende av varandra samt att vi väljer att studera medianen för att urvalet inte är normalfördelat, outliers i urvalet ska inte påverka utfallet, som sker vid valet av medelvärde som mätsätt. H_0 menar att det inte finns någon skillnad mellan kvotvärdena för år -1 och 0, samt år -1 och +1. Förkastas H_0 gäller H_1 , det finns en skillnad i värdena.⁶⁹

4.8 METODKRITIK

4.8.1 Reliabilitet

Vid en god reliabilitet är tillvägagångssättet är så pass noggrant beskrivet att studien kan upprepas genom användandet av samma metod samt data och därefter ge ett likartat resultat. En studie med god reliabilitet har en hög frånvaro av slumpmässiga mätfel och utfallet påverkas inte av vem som utför studien.⁷⁰

I syfte att uppnå en god reliabilitet har författarna tillsammans samlat in data från de databaser som använts samt utfört initiala beräkningar av studiens resultat. Vid beräkningar i Excel har en grundmall utformats med formler baserade på Benningas⁷¹ tillvägagångssätt vid en eventstudie. Författarna har sedan använt denna mall i syfte att utesluta mätfel. De statistiska testen har författarna utfört tillsammans för att minimera risken för slumpmässiga mätfel. En ingående beskrivning av studiens utförande finns i uppsatsens metod-del. Det bifogas även en komplett lista över de bolag som inkluderats i studien. I denna lista specificeras även för varje bolag vilken dag beskedet om en kommande nyemissionen nådde marknaden, vilket motiv

⁶⁸ Se bilaga 1 och bilaga 2

⁶⁹ Körner & Wahlgren (2006)

⁷⁰ Lundahl & Skärvad, (2009)

⁷¹ Benninga (2008)

som angavs samt bolagets abnormala avkastningen under eventfönstret.⁷² Detta i syfte att skapa en god reliabilitet.

4.8.2 Validitet

Validitet innebär en frånvaro av systematiska mätfel. Validitet delas upp i inre samt yttre validitet. Inre validitet innebär att mätinstrumentet mäter vad det avser att mäta. Det är nästintill omöjligt att uppnå en 100-procentig inre validitet, men graden av validitet ska vara hög. Annars finns risken att mätinstrumentet mäter fel sak.

Vårt syfte med eventstudien var att se om det förekommer någon abnormal avkastning vid annonseringen av en nyemission. Det är svårt att fastslå graden av inre validitet i denna studie. Andra faktorer förutom nyemissionen kan ha påverkan på studiens utfall, men vi valde att studera den abnormala avkastningen på kort sikt i syfte att isolera händelsen i största möjliga mån från andra externa faktorer som kan vara den verkliga orsaken bakom studiens utfall. Yttre validitet anger vidare om överensstämmelsen mellan den valda indikatorn och det förhållande som vi vill bedöma var bra eller dålig.⁷³ En god yttre validitet är nödvändig om våra testers resultat ska kunna generaliseras och även gälla för andra undersökningar.⁷⁴ För vår studie innebär en god yttre validitet att slutsatser gällande förekomsten av abnormal avkastning vid annonseringen av en nyemission, att slutsatser kring den abnormala avkastningen utifrån ett bolags motiv till nyemission kan dras samt att generella slutsatser kring uppfyllande av motiv beroende på vilket motiv som uppgivits i prospektet kan dras. Då metoden använts vid liknande tidigare studier bör den yttre validiteten anses som god.

⁷² Se Bilaga 3

⁷³ Lundahl & Skärvad (2009)

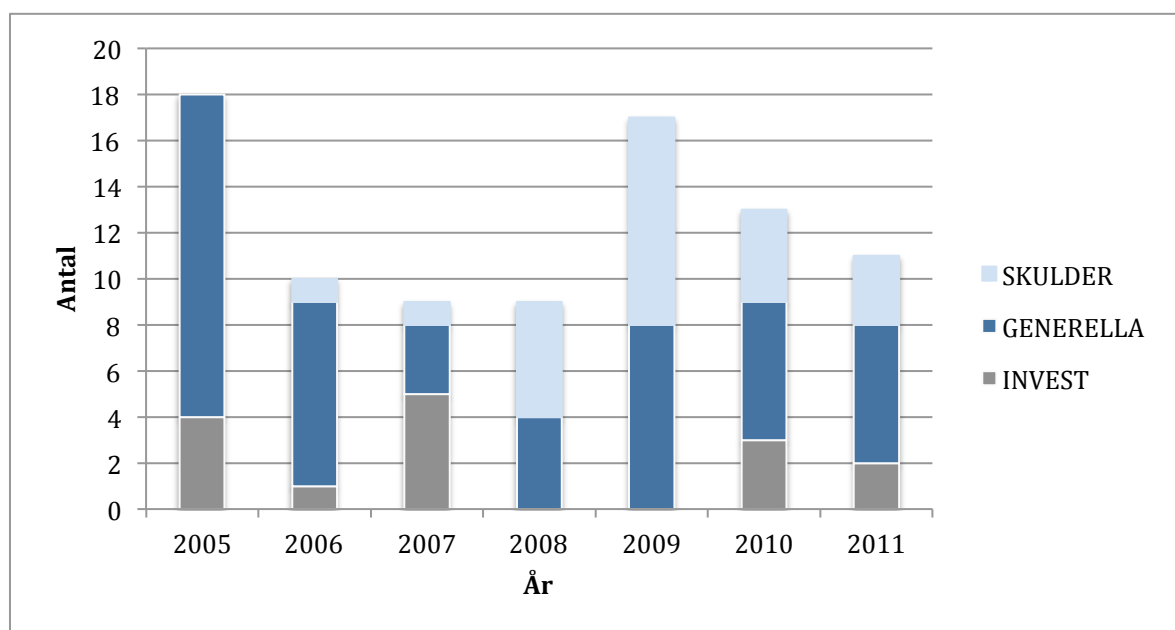
⁷⁴ Bryman & Bell (2005)

KAPITEL 5. RESULTAT OCH ANALYS

I kapitlet redovisas studiens resultat med hjälp av diagram, samt tabeller. Resultatet presenteras utifrån de frågeställningar studien ämnar att besvara. Efter redogörelse av resultat analyseras utfallet och knyts an till de studier samt den presenterade teori som nämnts i tidigare teoriavsnitt.

5.1 ANTAL GENOMFÖRDA NYEMISSIONER I FÖRHÅLLANDE TILL KONJUNKTUR

Det totala antalet nyemissioner inkluderade i denna studie uppgår till 82 stycken fördelade över åren 2005-2011, se Figur 3 nedan. Av det totala antalet har 14 bolag specificerat att det anskaffade kapitalet ska användas till rena investeringar i form av förvärv av annat bolag eller fast tillgång. 21 nyemissioner syftade till reducering av befintliga skulder och resterande, 47 stycken, angav generella ändamål som motiv till kapitalanskaffningen.



Figur 3: Antal genomförda nyemissioner i förhållande till konjunktur

Om antalet nyemissioner ställs i förhållande till hur den svenska och globala ekonomin har sett ut under de undersökta åren kan vissa samband konstateras.⁷⁵ Under 2005 var det för perioden störst antal nyemissioner som genomfördes vilket kan förklaras av att ekonomin fortfarande led av sviterna efter IT-kraschen i början av 2000-talet. Även om finansmarknaden hade vänt uppåt hade företagen inte uppnått de nivåer de befann sig på innan krisen. Samtliga nyemissionerna år 2005 motiverades med generella ändamål eller investeringar. Under åren 2006-2007 rådde det högkonjunktur vilket kan förklara de låga antalet genomförda nyemissioner, bolagen genererade helt enkelt tillräckligt med interna medel för att driva runt sina verksamheter. 2008 var fortfarande större delen av året präglad av högkonjunktur, dock kan tendenser till den kommande finanskrisen tydas. Det genomfördes nyemissioner med enbart motiv att reducera skulder och till generella ändamål, följaktligen inte någon med investeringar som motiv. Detta kan tyda på att bolagen redan då kände av

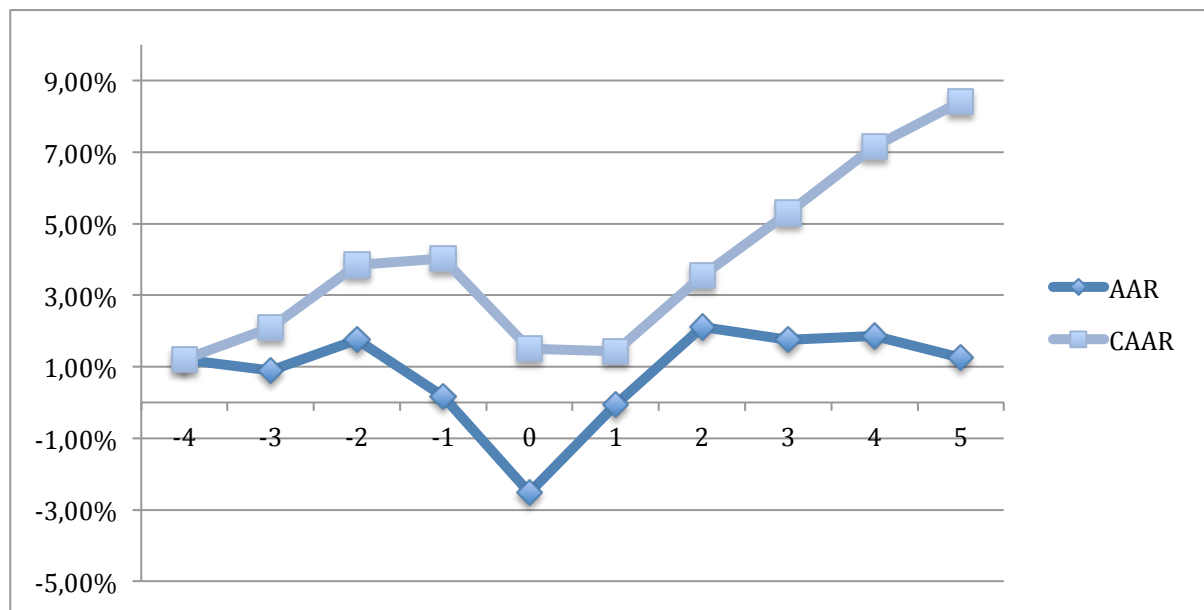
⁷⁵ Ekonomifakta.se

lågkonjunkturen och därmed var återhållsamma med anledning av begynnande soliditet samt likviditetsproblem, vilket vidare syns tydligt i början av 2009. Hela 17 stycken nyemissioner genomfördes under 2009 och även då med enbart skuldreducering och generella ändamål som motiv. Sedan mitten på 2009 har ekonomin haft en positiv trend, dock med en fortsatt finansiell oro på marknaden. Nyemissionerna under 2010 och 2011 har minskat i antal och specifikationen av vad kapitalet är tänkt att användas till är under båda åren jämt fördelade mellan de olika motiven. Vidare i kapitlet kommer vi att ta med konjunktursvängningar i analysen av de respektive resultaten.

5.2 ABNORMAL AVKASTNING- SAMTLIGA FÖRVÄRV

5.2.1 Resultat

I syfte att besvara studiens övergripande frågeställning gällande om det förekommer någon abnormal avkastning på kort sikt vid en nyemission presenteras inledningsvis resultatet av eventstudien för samtliga genomförda nyemissioner oberoende motiv. Diagrammet nedan visar hur den genomsnittliga abnormala avkastningen (AAR) samt den kumulativa genomsnittliga abnormala avkastningen (CAAR) förändras under eventfönstret. Varje punkt i diagrammet motsvarar varje dags stängningskurs och då genomsnittet mellan sista köp och säljkurs då detta är den kursen som beräkningarna baserats på.



Figur 4: AAR respektive CAAR under eventfönstret

Genom att studera figur 5 kan det utläsas att den genomsnittliga abnormala avkastningen är positiv under de fyra första dagarna. Under annonseringsdagen sjunker den ner till ca -2% för att gå upp till +2 % två dagar efter annonseringen har skett. Dagarna efter stabiliserar den genomsnittliga abnormala avkastningen och stannar kvar på +2 %-nivån resterande dagar av eventfönstret. Den kumulativa abnormala avkastningen visar sig positiv under hela eventfönstret. Då den genomsnittliga abnormala avkastningen endast visar sig negativ under annonseringsdagen och efterföljande dag och sedan visar på positivt AAR under de resterande dagarna medför det att den genomsnittliga kumulativa abnormala avkastningen blir positiv.

DAG	-4	-3	-2	-1	0
AAR%	1,21%	0,89%	1,75%	0,17%	-2,52%
P-värde	0,0054***	0,0900*	0,0007***	0,6883	0,0025***
CAAR%	1,21%	2,10%	3,85%	4,02%	1,49%
P-värde	-	-	-	-	-
DAG	1	2	3	4	5
AAR%	-0,06%	2,11%	1,75%	1,86%	1,25%
P-värde	0,9311	0,0025***	0,0027***	0,0073***	0,0085***
CAAR%	1,44%	3,55%	5,30%	7,16%	8,41%
P-värde	-	-	-	-	0,0010***

Tabell 2: AAR respektive CAAR under eventfönstret

*= signifikansnivå, α : 0,1 **= signifikansnivå, α : 0,05 ***=signifikansnivå α : 0,01

Tabell 4 visar liksom graferna i diagrammet ovan att AAR är positiv under eventfönstret fyra första och fyra sista dagar. Under dagen då annonseringen sker och påföljande dag är AAR negativ. Detta innebär att den verkliga avkastningen överstiger den förväntade avkastningen under dagarna med positivt AAR respektive understiger den förväntade avkastningen under de dagar med negativt AAR.

Det T-test som har genomförts för att se huruvida den genomsnittliga abnormala avkastningen skiljer sig signifikant från noll, visar signifikans för alla dagar utom dag -1 och dag 1. Dock visar dag -3 endast signifikans på en 10 procent-nivå. Samtliga andra dagar visar värden med en tre-stjärnig signifikans. Detta innebär att medelvärdet dessa dagar skiljer sig starkt från noll, vilket också går att utläsa ur tabellen ovan. Då eventdagen visar en tre-stjärnig signifikans och en AAR på -2,52% tyder detta på att marknaden har tagit emot meddelandet om nyemissionen. Dagen +1 har även den en negativ AAR, dock utan någon signifikans då AAR är marginellt under noll. Utifrån detta kan vi konstatera att nollhypotesen förkastas för både för AAR och CAAR.⁷⁶

5.2.2 Analys

Som konstaterats tidigare är samtliga bolags genomsnittliga reaktion på genomförda nyemissioner statistisk säkerställd för både eventdagen och under hela eventfönstret.

En viktig aspekt att ha i åtanke när resultatet av den genomsnittliga abnormala avkastningen för samtliga bolag analyseras är att studien är genomförd under en tidperiod då ekonomin har fluktuerat kraftigt, vilket kan bekräftas med diagrammet för OMXS PI på sidan 15. Den amerikanske professorn Schwert visar i sin studie från 1989 att då volatiliteten är högre under lågkonjunktur än under högkonjunktur kan det påverka en estimering av den förväntade

⁷⁶ Bilaga 1 och Bilaga 2

avkastningen utifrån marknadsmodellen.⁷⁷ Den svenska ekonomin har befunnit sig en finansiell oro sedan slutet av år 2007 och därmed har många av studiens undersökta år präglats av en lågkonjunktur vilket kan ha haft inverkan på resultatet. När det gäller priset på aktien som använts vid beräkning av den abnormala kastningen har denna studie tagit hänsyn till att det förekommer en skillnad mellan köp och säljpris. Genomsnittet av köp och säljkurs i förhållande till skillnaden mellan köp och säljkurs benämns bid-ask spread vilket tas upp i teoridelen. Ingen av de tidigare studierna har tagit hänsyn till detta utan istället aktiens stängningskurs för dagen. Då bid-ask spreaden påverkas av hur mycket informationsasymmetri det finns i en aktie har vi valt att använda ett genomsnitt av köp och säljkurs vilket visar på ett mer rättvisande resultat eftersom stängningskursen kan vara köp eller säljkurs, helt slumpmässigt.

Resultatet av denna studie har en sak gemensamt med samtliga av de tidigare studierna i uppsatsens teorikapitel, nämligen att dagen då nyemissionen annonseras genererar en negativ reaktion av aktiekursen hos det nyemitterande bolaget. Detta kan förklaras av att marknaden tenderar att reagerar negativt på ett nyemissionsbesked. För att anknyta detta till Myers tankar kring pecking order teorin sker den negativa reaktionen på grund av att bolaget inte själv kan generera tillräckligt med kapital alternativt inte har möjlighet att få banklån. Om bolaget följer pecking order teorin och endast nyemitterar aktier som ett sista alternativ innebär det att verksamheten inte kan försörja bolaget med tillräckligt kapital samt att banklån inte är en möjlighet. Detta kan tyda på att bolaget antingen har stora mängder lån eller inte är kreditvärda enligt banken och kan följaktligen inte låna kapital. Vid nyemissioner tyder det därmed utifrån pecking order teorin på att bolaget har finansiella problem vilket gör att marknaden reagerar negativt vid annonseringen.

För att fortsättningsvis diskutera de tidigare studierna och deras resultat kan det konstateras att samtliga av dem är genomförda på andra marknader än den svenska, majoriteten av tidigare studier undersöker den amerikanska marknaden. Amerikanska bolag tenderar att i de flesta fall utfärda allmänna nyemissioner.⁷⁸ En annan viktig skillnad att ta i beaktning i analysen utifrån tidigare teori är att tidigare studier skiljer sig från vår i antalet år som undersöks, längden på tidsperioden samt antalet dagar för eventfönstret vilket är förhållanden som påverkar deras resultat och därmed kan vara förklarande faktorer till varför de får ett resultat som skiljer sig från vårt. I Walker och Yosts studie från år 2008 har de endast studerat år 1997 och 2000, vidare har de ett eventfönster som endast är 2 dagar, annonseringsdagen och dagen efter. Resultatet av deras eventstudie visar på att den genomsnittliga kumulativa abnormala avkastningen för samtliga bolag blir -2,76 %. I vårt fall blir resultatet en positiv genomsnittlig abnormal avkastning på 8,41 % för samtliga bolag. Det torde finnas en rad förklaringar till detta. Till att börja med bör antal dagar i eventperioden spela en stor roll i resultatet. I denna studie inkluderas totalt 10 dagar i eventfönstret, medan Walker och Yost inkluderar endast två.⁷⁹ Detta medför att då eventfönstret innehåller fler dagar både innan och

⁷⁷ Schwert, G.W. (1989).

⁷⁸ Berk & DeMarzo (2012)

⁷⁹ Walker & Yost (2008)

efter eventdagen inkluderas även dagarna innan marknaden reagerat och även dagar efter då marknaden redan har mottagit och behandlat meddelandet. Enligt teorin om den effektiva marknadshypotesen gällande antagandet att vid en semistark marknad kommer all offentlig information direkt värderas in i aktiepriset hade eventfönstret enbart behövt vara en alternativt två dagar. Den abnormala avkastningen på eventdagen i denna studie är -2,52 % vilket följs av -0,06 % dagen efter vilket innebär att om eventfönstret endast hade bestått av två dagar hade resultatet legat väldigt nära det resultat som Walker and Yost presenterar i sin studie.

Vårt val av längd på eventfönstret grundar sig i att vi ville inkludera möjligt informationsläckage av information innan annonseringen av en nyemission samt studera effekten av den effektiva marknadshypotesen att det möjligen sker en negativ reaktion på marknaden även dagarna efter annonseringsdagen. Därför ansåg vi det relevant att följa Benningas råd på tio dagar vid valet av längd på eventfönstret. För att finna orsaken till varför CAAR i vår studie blir signifikant positiv över eventfönstret krävs en anknytning till de olika teorierna. En förklaring till en positiv effekt av den genomsnittliga kumulativa abnormala avkastningen kan vara den tidigare nämnda effektiva marknadshypotesen. Då den svenska marknaden klassas som en semistark marknad kan detta vara en förklaring till varför marknaden så snabbt återhämtar sig efter emissionsbeskedet. Den semi-starka marknaden innebär att aktiepriset sätts utifrån historiska priser och all tillgänglig information, där pressmeddelande såsom annonsering av nyemission är exempel på sådan information. Som tidigare diskuterats värderas informationen direkt in i aktiepriset. Eftersom AAR på eventdagen är -2,52 % och -0,06 % dagen efter kan förklaring vara att marknaden omgående tar emot beskedet vilket resulterar i en negativ AAR på eventdagen. Dagen efter har marknaden värderat informationen och påvisar en mindre negativ genomsnittlig abnormal avkastning för att ytterligare en dag efter, dag 2, visa på en positiv genomsnittlig abnormal avkastning, vilket också påvisas dagarna innan annonseringen.⁸⁰

5.2 SKILLNAD I ABNORMAL AVKASTNING BEROENDE PÅ MOTIV

5.2.1 Resultat

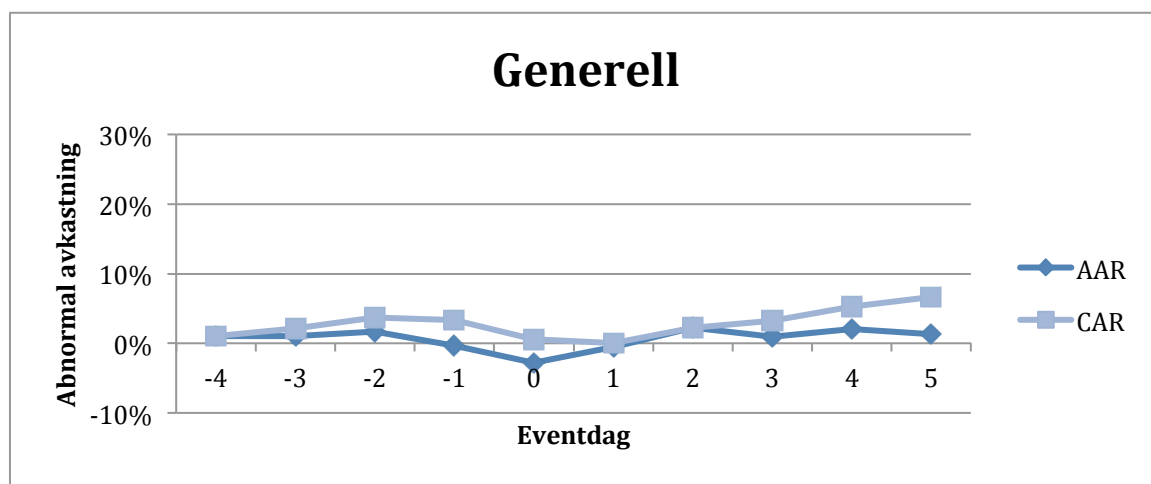
Efter fastställandet av att det sker en signifikant genomsnittlig abnormal avkastning på eventdagen samt en signifikant genomsnittlig kumulativ abnormal avkastning över hela eventfönstret då samtliga nyemissioner studeras går vi nu vidare till studiens nästa fas. I denna del analyseras mer ingående vilka skillnaderna som förekommer i den abnormala avkastningen beroende på motiv till nyemissionen. Syftet är att besvara hur emitterande bolags aktiekursreaktioner på kort sikt vid annonseringen av en nyemission skiljer sig beroende på motiv. Samtliga nyemissioner grupperades utefter angivet motiv och resultatet presenteras nedan.

⁸⁰ Fama (1960)

Motiv	AAR dag 0	p-värde AAR	CAAR	p-värde CAAR
Generell	-2,79 %	0,018044704**	6,61 %	0,047881205**
Investering	-0,35 %	0,818497464	23,92 %	0,000225025***
Skuldsanering	-3,36 %	0,04534657**	1,61 %	0,730024204
Samtliga	-2,52 %	0,002498267***	8,41 %	0,000965305***

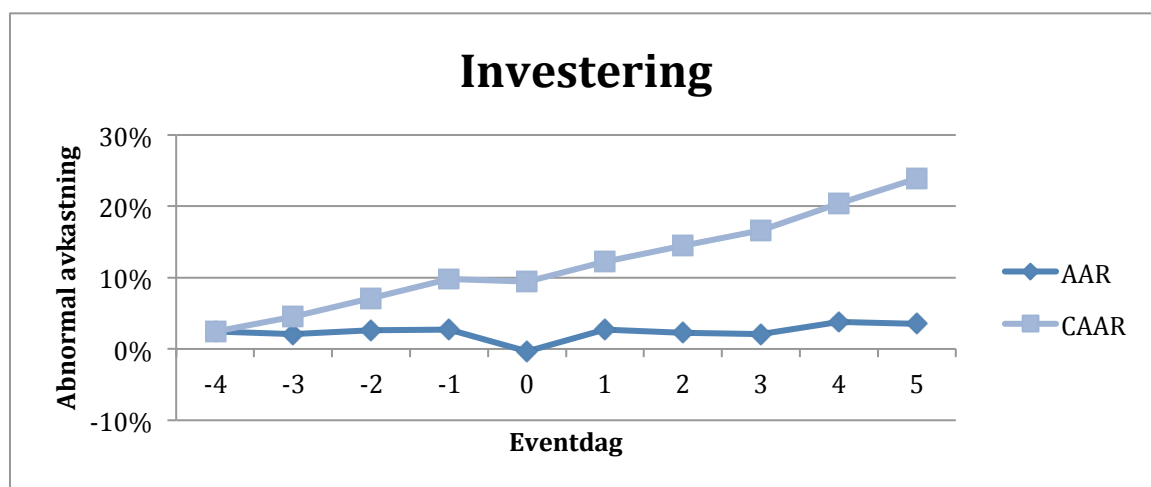
Tabell 3: Genomsnittlig abnormal avkastning respektive kumulativ abnormal avkastning beroende på motiv.

*= signifikansnivå α : 0,1 **= signifikansnivå, α : 0,05 ***=signifikansnivå α : 0,01



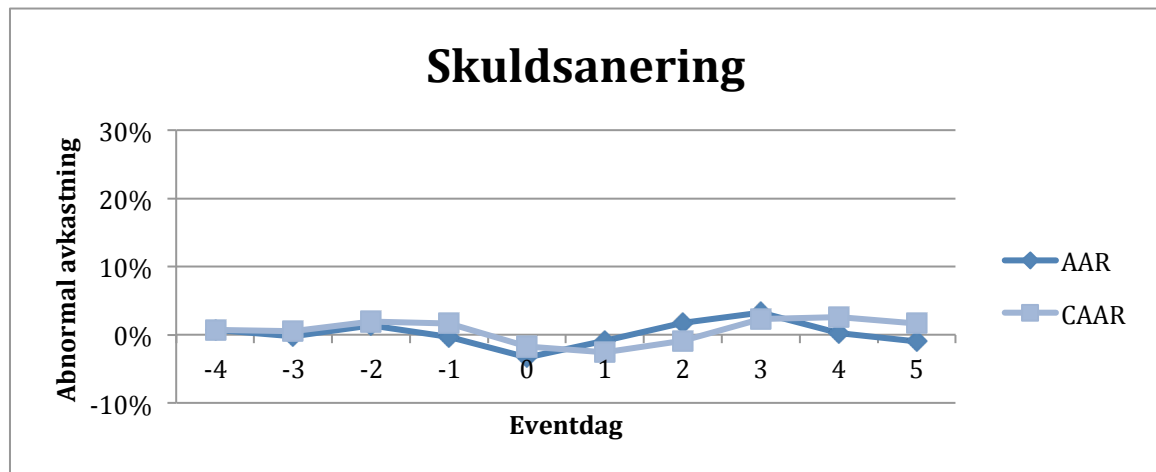
Figur 5: Genomsnittlig abnormal avkastning samt genomsnittlig kumulativ abnormal avkastning för bolagen med motivet generella ändamål

De bolag som prospekterade att emissionslikviden skulle användas för generella ändamål visade på en signifikant negativ genomsnittlig abnormal avkastning på -2,79 % på annonseringsdagen av nyemissionen. Den genomsnittliga kumulativa abnormala avkastningen över perioden visade på en positiv effekt på 6,61 %.



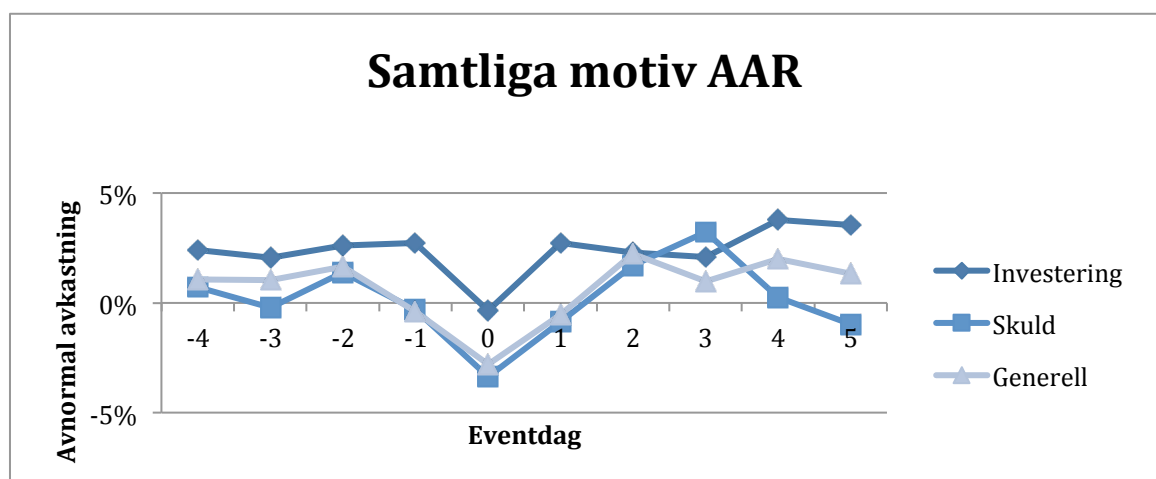
Figur 6: Genomsnittlig abnormal avkastning samt genomsnittlig kumulativ abnormal avkastning för bolagen med motivet investering.

Vidare visade även de bolag som angav investeringar som motiv för behovet av kapital en negativ genomsnittlig abnormal avkastning på $-0,35\%$ på annonseringsdagen. AAR denna dag är dock inte statistiskt signifikant. Den kumulativa abnormala avkastningen över perioden var däremot positiv. Den statistiskt signifikanta kumulativa abnormal avkastningen på dag 5 var $23,92\%$

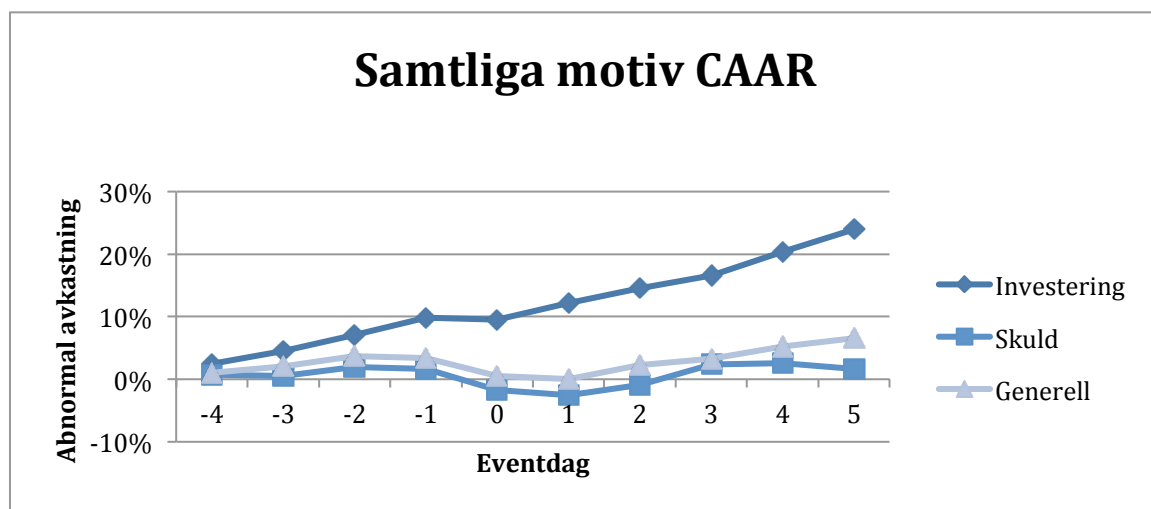


Figur 7: Genomsnittlig abnormal avkastning samt genomsnittlig kumulativ abnormal avkastning för bolagen med motivet skuldsanering

För de bolag som hade intentionen att minska skuldsättningsgraden var reaktionen på marknaden på dagen för annonseringen negativ, den genomsnittliga abnormala avkastningen uppgick till $-3,36\%$. Den genomsnittliga kumulativa abnormala avkastningen visade på en positiv reaktion på eventfönstrets sista dag på $1,61\%$. Detta värde är dock ej statistiskt signifikant.



Figur 8: Genomsnittlig abnormal avkastning för samtliga motiv.



Figur 9: Genomsnittlig kumulativ abnormal avkastning för samtliga motiv

5.2.2. Analys

Empirin visar i likhet med Walker och Yost studie att marknadens reaktion är minst negativ på eventdagen för bolagen som angivit investering som motiv. Vidare mottages beskedet om en nyemission från bolag med generella ändamål mindre negativt än de som anger reducering av skulder. Även detta resultat ligger i linje med det utfall Walker och Yost fick.

Sett över hela perioden följer utfallet samma mönster, den genomsnittliga kumulativa abnormala avkastningen är mest positiv för bolagen som angivit investering som motiv, sedan följer de bolag med generella ändamål och endast en svag positiv effekt påvisar de med skuldreduceringssyfte.

De statistiska testen visar på en statistiskt signifikant skillnad av den kumulativa genomsnittliga abnormala avkastningen mellan de bolag som motiverat nyemissionen med ökade investeringar och de som angivit generella ändamål som motiv.

Även vid en jämförelse av CAAR mellan de bolag med investeringsmotiv och de som angivit skuldreducering förekommer en signifikant skillnad. Testen visar att det ej förekommer någon statistiskt säkerställd skillnad i CAAR mellan de bolag som syftar till att reducera skulder, samt dem som anger att emissionslikviden ska användas för generella ändamål.

Motiv Investering

Utifrån antagandet att den svenska aktiemarknaden är semistarkt-effektiv värderas informationen om en planerad nyemission omedelbart in i priset. Enligt samtliga av de tidigare studier som undersökt den abnormala avkastningen på kort sikt som presenteras i denna uppsats teorikapitel reagerar marknaden negativt oavsett motiv. Därav den initialt negativa reaktionen vid annonseringen, dock mindre negativ än för de bolag som angett andra motiv. Vår studie visar på att marknaden förhåller sig sedan mer positiv till beskedet och en uppgång sker. Vid slutet av perioden är den kumulativa abnormala avkastningen för den

grupp av bolag som motiverat nyemission med ökade investeringar hela 23 %, vilket visar att en positiv reaktion till nyemissionen totalt sett har skett.

Då aktieägarna vill ha avkastning på det kapital de investerat är det ett rimligt utfall att de bolag med investeringsmotiv visar på den mest positiva reaktionen. Lyckas bolaget finna investeringsmöjligheter som ger ett positivt nettonuvärde kommer det vidare att ge utdelning för aktieägarna. Myers och Majluf menar att en nyemission är bäst lämpad att genomföra när informationsgapet mellan ledning och investerare är så litet som möjligt. Om bolaget motiverar nyemissionen med specificerade och detaljerade investeringsplaner minskar de informationsgapet som naturligt existerar mellan ledning och aktieägare och därmed blir reaktionen på beskedet om en nyemission i större grad positiv.

Barclay och Litzenberger diskuterar även detta informationsövertag bolagsledningen har gentemot aktieägarna i sin signaleringsteori och de menar att bolagsledningen genom sitt agerande sänder ut signaler till investerarna gällande hur framtiden för bolaget ser ut. Planer på ökade investeringar tyder på ett aktivt arbete för att maximera värdet av bolaget.

Vårt utfall i studien motsäger även Barclay och Litzenbergers teori om wasteful investments. Den markanta ökningen av den abnormala avkastningen under perioden tyder på att investerarna litar till bolagets förmåga att ej överinvestera och verkligen göra lönsamma investeringar. Tilliten kan även här motiveras med att investeringsplanerna är så specificerade och detaljerade vid annonseringen av nyemissionen att informationssymmetri nästintill anses råda mellan agent och aktieägare.

Motiv Skuldreducering

Enligt Barclay och Litzenbergers hypotes gällande cash flow signaling kommer inte nyemissionen att resultera någon reaktion i aktiekursen då bolaget motiverar behovet av en nyemission med syftet att reducera skulder. De menar att nettovärdet av externa medel då blir noll samt att motivet inte sänder ut signaler om storleken på bolagets interna kassaflöde, därav ingen reaktion. Vårt resultat visar på det motsatta, i förhållande till den genomsnittliga abnormala avkastningen för de andra grupperna av bolag kategoriserade utefter motiv har gruppen som angett skuldreduceringsmotiv den mest negativa reaktionen på annonseringsdagen.

Den kumulativa genomsnittliga abnormala avkastningen på 1,61 % över eventfönstret är inte statistiskt signifikant, men visar ändå på en marginellt positiv reaktion. Likt övriga motiv är den genomsnittliga abnormala avkastningen på dagen för annonseringen negativ. Pecking order teorin menar att nyemission är ett möjligt alternativ endast då belåning inte är en valmöjlighet samt när bolaget riskerar att få en för hög skuldsättningsgrad. Att bolagsledningen väljer att nyemittera aktier i syfte att reducera skulder tyder på att de i nuläget har uppnått en kritiskt hög skuldsättningsgrad. Vid en hög skuldsättningsgrad är risken för konkurs hög vilket medför höga kostnader för att undvika detta. För hög skuldsättningsgrad leder vidare till att bolaget vägras ytterligare belåning och tvingas till nyemission. Bolaget befinner sig i en besvärlig finansiell situation. Asquith och Mullins studie stödjer detta antagande att bolag som motiverar behovet av kapital för en minskad

skuldsättningsgrad är på väg mot konkurs och behöver därför snabbt få in kapital för att minska skuldsättningen. Genom beslutet om nyemission sänder bolaget, enligt Barclay och Litzenbergers signaleringsteori, ut signaler till marknaden gällande bolagets svåra situation. Dock visar marknaden en positiv reaktion, om än svag, på detta vilket tyder att bolagets ambition att reducera sin höga skuldsättning för att reducera distress kostnaderna som uppkommer då bolaget är nära konkurs uppmuntras av investerarna.

Motiv Generella ändamål

De bolag som motiverar att emissionslikviden ska användas till generella ändamål visar på en signifikant mindre positiv effekt över perioden än de bolag som specificerat att likviden ska nyttjas till investeringar. Detta resultat ligger helt i linje med teorin om informationsasymmetri. Att bolagen som specificerat investeringsplaner i sina prospekt erhåller en högre avkastning än de som endast anger generella syften till behovet av kapital. Att endast ange generella motiv minskar inte det befintliga informationsgapet mellan agent och aktieägare utan snarare tvärtom.

Andra anledningar till att de bolag med motivet generella ändamål visar på en mer negativ genomsnittlig abnormal avkastning på annonseringsdagen än de som angivit investeringsmotiv är att marknaden kan tolka det generella motivet för behovet av kapital som ett bevis på att ledningen har förbrukat bolagets kapital genom "wasteful spending." vilket innebär att de nu måste genomföra en nyemission för att kunna täcka upp för sina förehavanden samt få in kapital till att fortsätta bedriva sin rörelseverksamhet.

Vidare genererar rörelsen i sig inte tillräckligt med kapital och nyemissionslikviden används för generera positiva kassaflöden samt hantera de finansiella problem bolaget har. Dessa bolag tenderar till att vara så kallade frequent issuers, bolag som emitterar ofta, då det emitterade kapitalet inte bidrar till någon värdeökning av bolaget utan endast används för att hålla den löpande verksamheten igång.

5.3 UPPFYLLANDE AV MOTIV

5.3.1 Resultat

I syfte att studera i vilken grad det anskaffade kapitalet används av bolagen för uppfyllande av sina prospekterade motiv analyseras under året före nyemissionen, året då nyemissionen genomförs, samt året efter om en ökning av de totala tillgångarna, ökade investeringar samt reducering av skulder har skett. Detta undersöktes utifrån tre olika kvotvärden. För att kunna dra generella slutsatser kring bolagens kapitalanvändning omfattar studien en tre års period. Året före emissionen sattes i relation till året för genomförandet av nyemissionen samt året efter. Tabellen nedan visar medianen av de kvoter som studerats för respektive grupp av bolag indelade efter motiv till nyemissionen.

Kvot	år -1	år 0	år 1	
TA				
Alla		1	1,08380**	1,10698***
Invest		1	1,76364***	2,87721***
Skuld		1	1,03442***	0,89375*
Generell		1	1,05870***	1,10506***
INVEST				
Alla	0,00616	0,00617	-0,00356	
Invest	0,03278	0,44448***	0,33756	
Skuld	0,02829	-0,03847	-0,05278*	
Generell	0,00396	-0,00019	-0,00004	
SKULD				
Alla	0,10476	0,10930	0,12151	
Invest	0,08665	0,17007	0,64762**	
Skuld	0,22782	0,14985	0,13744	
Generell	0,05467	0,05853	0,04815	

Tabell 4: Tabellen visar skillnaderna under år 0 samt år +1 i relation till totala anläggningstillgångar år -1.

*=signifikansnivå, α : 0,1 **= signifikansnivå, α : 0,05 ***=signifikansnivå α : 0,01

Totala tillgångar

Siffrorna i tabellen gällande förändringen av de totala tillgångarna visar på en ökning för samtliga grupper under året för nyemissionen. De bolag inkluderade i studien som angett ökade investeringar som motiv visar på den största ökningen av totala tillgångar under år 0. Även nästkommande år visar de på en stark ökning. Det är en markant ökning i jämförelse med medianen för samtliga bolag. De bolag som motiverat behovet av kapital med syftet att reducera skulder redovisar den minsta ökningen under år 0. Kvoten för gruppen skuld visar vidare en minskning för år +1 i relation till året före nyemissionen.

Investeringar

Gällande investeringskvoten visar medianen för samtliga bolag inte på någon ökning under året för nyemissionen. Mer specificerat visar de bolag som angett investeringar som skäl för nyemissionen på en kraftig ökning under år 0. Kvoten minskar något för året efter nyemissionens genomförande. Bolagen med motivet skuldsanering visar på en minskade investeringar året för nyemissionen samt nästkommande år. Medianen för de bolag med generella ändamål håller investeringskvoten på en stabil nivå över den undersökta perioden.

Skuldsättning

Förändringen i de långsiktiga skulderna utslaget över alla bolagen håller sig på en relativt stabil nivå under den undersökta perioden. En ökning kan urskiljas året efter genomförandet

av nyemissionen. De bolag som motiverat anskaffandet av kapital med ökande investeringar ökar sin skuldkvot markant både år 0, men främst år 1.

Gruppen som planerat att använda kapitalet till att betala av lån minskar sin skuldsättningskvot under perioden. De bolag som angett generella skäl för nyemissionen håller sin skuldsättningsgrad på en jämn nivå under de tre åren.

5.3.2 Analys

Motiv Investeringar

De bolag som prospekterat att kapitalet ska nyttjas för investeringar ökar sin totala tillgångsbas mest i jämförelse med de andra grupperna. Det är en trestjärnigt signifikant ökning både under år 0 samt år 1 i förhållande till år -1. Vidare är det en trestjärnigt signifikant ökning gällande förändringen av kvoten investering vilket visar att bolagen uppfyller motivet till nyemissionen genom att använda kapitalet för investeringar. Att det är en trestjärnigt signifikant och markant skillnad från år -1 till år 0 visar vidare att bolagens verkliga intention är att investera. Beslut gällande investeringen har redan tagits och investeringen genomförs omedelbart efter det att bolaget erhåller nyemissionslikviden. Att bolagen väljer omedelbar investering av kapitalet kan vidare styrkas genom att studera investeringskvoten för året efter det att nyemissionen har ägt rum. Denna kvot visar på en markant ökning i förhållande till år -1, dock är denna ökning inte signifikant säkerställd samt lägre än för år 0.

12 av totalt 14 bolag som ämnar investera har en genomsnittlig investeringskvot för år 0 och år 1 som är större än kvoten för år -1. Detta är ytterligare bevis för att en klar majoritet av bolagen verkligen uppfyller sitt motiv.

Vidare fastställs en påfallande ökning av skuldsättningsgraden under perioden för bolagen med investeringsmotiv. Året efter nyemissionen är denna ökning tvåstjärnigt signifikant.

Anledningen till denna ökning kan härledas till Myers pecking order teori rörande antagandet att effektiva investerare inser ledningens informationsövertag gentemot dem och att investerarna därmed värderar en emission lägre, vilket i sin tur innebär att emissionslikviden inte blir tillräcklig för finansieringen av köp av anläggningstillgång alternativt förvärv av annat bolag. För att täcka upp för uteblivet kapital ökar bolaget sin skuldsättning. Därmed motbevisar bolagets beteende pecking order teorins antagande om att en nyemission alltid ses som en sista utväg. Empirin tyder på att bolagen med väl specificerade investeringsmotiv väljer alternativet att emittera framför ökad belåning. Ytterligare belägg för att denna rangordning av kapitalanskaffningsalternativ förekommer är en kraftigt ökad investeringskvot under året för emissionen samt en markant ökning av skuldsättningen året efter nyemissionens genomförande för de bolag med investeringsmotiv. En annan förklaring till bolagens val av nyemission för finansieringen av förvärv framför belåning kan vara att de vill undvika det ökade kravet på avkastning som enligt Modigliani och Miller ställs på bolaget, då den bolagsspecifika risken ökar på grund av ökad belåning. Modigliani och Miller argumenterar vidare för att ett belånat bolag är optimalt på grund av skattesköldseffekten. Detta motbevisas däremot av att ett 100 % belånat bolag skulle innebära ökade kostnader för att undvika en konkurs. Vilket är ytterligare ett belägg för valet av nyemission framför en ökad belåning.

Ytterligare en teori som styrker att nyemission i vissa fall väljs framför en ökad belåning är Barclay och Litzenbergers signaleringsteori och där främst antagandet om existing asset value signaling. När ledningen anser bolaget övervärderat väljer de att nyemittera aktier framför ökad belåning. Aktiekursen sjunker vid annonseringen till sitt verkliga värde.

Motiv Skuldreducering

Beträffande de bolag som angett en minskning av skulder som skäl för kapitalbehovet visar medianen för denna grupp av bolag på en minskning av skuldsättningen över perioden. Denna minskning är dock inte signifikant säkerhetsställd. Vidare är den genomsnittliga skuldkvoten högre för en svag majoritet av bolagen. 11 av totalt 21 bolag inkluderade i studien som angett motivet skuldreducering har en högre skuldsättningsgrad året under samt året efter nyemissionen. Då variablerna i urvalet ej är normalfördelade bör det vara mest korrekt att lita till medianen. Resultatet utifrån medianen motsäges dock av att majoriteten av bolagen visar på en högre skuldsättningsgrad. Då dessa resultat motsäger varandra ges inget konkret svar på frågan gällande uppfyllande av motiv. Beräkningen av den totala anläggningskvoten för år +1 i relation till år -1 visar på en minskning av de totala anläggningstillgångarna. Detta resultat stärker det utfall beräkning av medianen för de tre åren ger, att skuldkvoten minskar under året för nyemissionen samt året efter. Om den totala tillgångsbasen inte ökar efter att nytt kapital tagits in i bolaget tyder det på att likviden används till att reducera externa skulder, vilket vi anser vara fallet här. Då resultatet ej är statistiskt signifikant kan inga generella slutsatser kring uppfyllande av motiv dras, dock kan antagandet göras utifrån det avtagande värdet av medianen samt minskningen av de totala tillgångarna. Walker och Yost fastställde i sin studie att bolagen med ambitionen att minska sina skulder istället, på en enprocentsnivå, påvisar en ökning av de långsiktiga skulderna åren efter nyemissionen. Samma resultat kan inte påvisas i denna studie, då medianen av kvoterna visar på motsatsen.

Bolagen inkluderade i urvalsgruppen med skuldreducering som motiv uppvisar minskad investeringsbenägenhet då investeringskvoten sjunker under perioden. Denna minskning är enstjärnigt signifikant säkerställd för året efter nyemissionen. Detta resultat stärks ytterligare av att även en signifikant minskning av den totala tillgångsbasen kan urskiljas från år -1 till år +1. Resultatet bekräftar därmed inte det utfall Walker och Yost fick vid sin studie, att samtliga bolag oavsett motiv ökade sin investeringskvot efter nyemissionen. Orsaken till detta bör rimligen vara att ett bolag med soliditesproblem väljer att inte göra några ytterligare investeringar.

5.4.3 Generella ändamål

Bolagen som angett generella ändamål, såsom ökat rörelsekapitalbehov, har under perioden varken en signifikant säkerställd minskning av skulder eller ökning av investeringar. Dock säkerställs en signifikant förändring i en ökning av de totala tillgångarna under året för nyemissionen, samt efterföljande år. Detta tyder på att det är omsättningstillgångarna som ökar, då investeringskvoten baseras på förändring av anläggningstillgångar. En i stort sett konstant investeringskvot visar på att någon förändring av anläggningstillgångar ej sker. Det anskaffade kapitalet förs in i rörelsen samt används för en förbättrad likviditet.

Som empirin visar genererar motivet generella ändamål en negativ genomsnittlig avkastning på annonseringsdagen. Anledningen till marknadens reaktion kan, som uppföljningen av vad emissionslikviden används till även tyder på, härledas till agentteorin. Aktieägarna vill maximera värdet av sin investering genom att kapitalet investeras i projekt för ökad avkastning, medan ledningen inte vill binda upp kapital utan hellre bevara det inom verksamheten för möjligheten att använda det för framtida behov. Walker och Yost menar att bolagen avsiktligt använder otydliga formuleringar vid presenterandet av motiv, i syftet att inneha ett ökat handlingsutrymme när emissionslikviden väl faller ut. Som tidigare visats på i denna studie kan det vid uppföljningen av motiv urskiljas att bolagen som angett generella ändamål för kapitalanskaffningen ökar sina omsättningstillgångar och antagandet om agentteorin stämmer.

	Investering		Skuldreducering	
	Antal	Procent	Antal	Procent
Uppfyllt motiv	12	86%	10	48%
Ej Uppfyllt	2	14%	11	52%
Totalt	14	100%	21	100%

Tabell 5: Andelen bolag med investering- respektive skuldreduceringsmotiv som uppfyllt motiv

KAPITEL 6. SLUTSATS

I detta kapitel presenteras en djupare diskussion utifrån studiens resultat och analys, de viktigaste slutsatserna läggs fram och avslutningsvis presenteras förslag till fortsatta studier.

6.1 SLUTSATS

Det huvudsakliga syftet med denna studie har varit att på kort sikt studera hur aktiekursen hos ett nyemitterande bolag påverkas av annonseringen, att undersöka i vilken grad de nyemitterande bolagens motiv påverkar reaktionen samt graden av uppfyllande av motiv. Vidare var även syftet att bidra med ny och uppdaterad kunskap som bygger vidare på tidigare studier såsom *Seasoned Equity Offering: What firms say, do, and how the market react*, då vår studie på flera sätt har fått ett annorlunda utfall än tidigare studier anser vi att vi uppnått syftet med att bidra med ny kunskap och tillhandahållit material som är aktuellt beträffande den svenska marknaden. Flertalet tidigare studier genomfördes för ett betydande antal år sedan och dagens högteknologiska informationssamhälle har skapat helt nya förutsättningar för den finansiella marknaden att erhålla information vilket vidare påverkar aktiekursen ansåg vi det intressant att undersöka om tidigare studier och teorier fortfarande är aktuella och kan förklara resultatet av en studie gjord idag.

Då stort fokus har legat på de nyemitterande bolagens motiv är utfallet för de olika motiven intressant att diskutera djupare. Studien visade på stora skillnader i den kumulativa genomsnittliga abnormala avkastningen när bolagen grupperas in efter angivna motiv för nyemissionen. De bolag som anger ökade investeringar som motiv till kapitalanskaffningen visar på en signifikant högre avkastning i jämförelse med resterande två grupper. Utfallet bekräftar teorin gällande informationsasymmetrin. När aktieägarna innehar en större andel information rörande den kommande nyemissionen minskar informationsgapet som finns naturligt mellan aktieägare samt bolagsledning. Den starka reaktionen på marknaden vid beskedet av en nyemission gällande de bolag som motiverar den med en ökad investeringskvot motsäger hypotesen inom signaleringsteorin angående wasteful investment. Utifrån reaktionen på marknaden kan det tolkas som att investerarna känner tillit till bolagets förmåga att finna lönsamma investeringsmöjligheter och stöttar därmed beslutet om nyemission. Vid uppföljning av det emitterande kapitalet visar det sig att investerarnas intuition var rätt, en klar majoritet av bolagen investerar verkligen det emitterade kapitalet.

Att investerarna stöttar en nyemission, vilket kan utläsas av den mycket positiva reaktionen på marknaden, motstrider Pecking order-teorins synsätt att nyemissioner endast genomförs vid hög skuldsättningsgrad samt när ytterligare belåning ej är möjlig. Studiens resultat tyder på att investerare är villiga att stötta ett bolag som genomför en nyemission med ambitionen att emissionslikviden ska användas till vidare investeringar och ett ökat värde av bolaget, trots pecking order teorins argument att en nyemission är den sista utvägen för ett bolag.

Istället tyder studiens utfall på att investerare anser att en hög skuldsättningsgrad är något som bör undvikas. De signaler bolagsledningen sänder ut vid en nyemission för reducering av skuld visar att bolaget har svår finansiella problem med en för hög skuldsättningsgrad.

Marknadens reaktion på detta är positiv. Pecking orderteorin menar att bolag endast gör en nyemission vid en för hög skuldsättningsgrad eller när ytterligare belåning ej är möjlig. En positiv reaktion på marknaden, om än svag, tyder på att investerarna hellre stödjer en, enligt pecking orderteorin, mer kostsam nyemission än alternativet ökad belåning. Anledningen till detta tros vara att risken för konkurs är stor och kostnaderna för att undvika en sådan är större än den värdeökning bolaget erhåller genom skatteskölden vid en optimal kapitalstruktur. Skuldsättningsgraden har blivit för hög och innebär begränsade handlingsmöjligheter samt stora distresskostnader för bolaget. Ytterligare bevis för att graden av tillgänglig information påverkar aktieägarna är utfallet av studien som visar på att de med generella ändamål visar på ett mindre positivt utfall än för de bolag med investeringsmotiv.

Utifrån studiens resultat kan det konstateras att det förekommer en genomsnittlig abnormal avkastning för samtliga bolag den dagen då bolaget offentliggör sin nyemission. Dock skiljer sig denna studie från tidigare studier genom att den genomsnittliga abnormala avkastningen är positiv dagarna innan annonseringen och de tre sista dagarna i eventfönstret. Orsaken till detta utfall kan anses hänga ihop med antalet dagar i eventfönstret samt att den semistarka-marknadseffektiviteten direkt tar in och prissätter informationen. Att tidigare studier studerat den amerikanska marknaden bör också tas i beaktning, då majoriteten av emissionerna som sker där är allmänna nyemissioner. På den svenska marknaden är majoriteten företrädesemissioner vilket kan vara anledningen till en lägre negativ reaktion på annonseringsdagen samt ett positivt CAAR över perioden. Detta kan förklaras med att informationsgapet mellan bolaget och aktieägaren är mindre för befintliga aktieägare än för helt nya. Befintliga ägare har rimligen en högre kunskapsnivå gällande bolaget än en helt ny. Aktiva aktieägare på marknaden är ofta väldigt insatta och då resultatet av vår studie på den svenska marknaden visar på att bolagen uppfyller sina motiv kan de svenska befintliga aktieägarna känna en större tillit till att bolaget verkligen uppfyller sina bakomliggande motiv till nyemissionen. Vidare bör det även poängteras att de tidigare studierna på den amerikanska marknaden inte kan klassas som aktuella längre vilket kan påverka resultatet. Den ökade tillgången till information i dagens samhälle jämfört med för tjugo år sen tyder på en minskad informationsasymmetri, vilket i sin tur kan motivera det mer positiva utfallet i vår studie.

Följaktligen kan det genom studiens resultat statistiskt säkerställas att bolag som genomför en nyemission genererar en abnormal avkastning under eventfönstret.

Vi kan vidare bekräfta att de bolag som genomför en nyemission i syfte att öka sina investeringar verkligen gör det. Vi kan dock inte signifikant säkerställa att de med skuldreducering som motiv verkligen minskar sina skulder, men vi antar att så är fallet. Vi kan även visa på att motivet bakom nyemissionen är av betydelse då det förekommer en skillnad i abnormal avkastning mellan bolag med olika motiv till nyemissionen.

6.2 FÖRSLAG PÅ VIDARE FORSKNING

Här presenterar vi ytterligare infallsvinklar som vi anser det intressant att studera

- Tidigare forskning har främst behandlat detta ämne på den amerikanska marknaden. Vår studie på den svenska marknaden visar på ett annorlunda utfall gällande den abnormala avkastningen under perioden. Det vore ytterst intressant att replikera denna studie genom att jämföra skillnaderna i nyemissioners abnormala avkastning utifrån angivet motiv på en utforskad aktiemarknad i syfte att studera om den abnormala avkastningen under perioden visar ett negativt eller positivt resultat. Vår ambition var att genomföra en mer omfattande studie på den nordiska marknaden, men detta var ej genomförbart. En relevant samt intressant marknad skulle kunna vara den brittiska marknaden. Förhoppningsvis kan ytterligare en studie på en utforskad marknad bringa mer klarhet i vad skillnaden mellan den amerikanska och svenska marknaden beror på.
- Vi har i denna studie visat på betydelsen av eventfönstrets längd. Det skulle vara intressant att studera avkastningen på en ännu kortare period för att se hur mycket utfallet egentligen påverkas av längden på eventfönstret.

KÄLLFÖRTECKNING

ARTIKLAR OCH TIDSKRIFTER

Ahern, R.K. (2006). "Sample selection and event study estimation", Journal of Empirical Finance. Vol. 16, s. 466-482.

Akerlof, A. George (1970) – The market for "lemons" quality undercertainty and the market mechanism. The quarterly Journal of Economics, s. 488-500.

Andrade, G., Mitchell M. och Stanford, E. (2001), "New Evidence and Perspectives on Mergers"; The Journal of Economic Perspectives, Vol. 15, Issue 2, p103-120, 18p.

Asquith, P., Millings, D. (1986) "Equity issues and offering dilution." Journal of Financial Economics, Volym 15, nr 1-2, s.61-89

Barclay, M. J., Litzenberger R. H., (1988), "Announcements effects of new equity issues and the use of intraday price data", Journal of Financial Economics, vol 21, s. 71-79.

Brown, S. & Warner, J. (1985). Using daily stock returns: The Case of Event Studies. Journal of Financial Economics, 14, pp. 3-31

Burton G. Malkiel (2003) "The efficient market Hypothesis and its critics". Journal of Financial Economics perspectives, Vol 17, s. 59-82.

Dubois, M. & P. Jeanneret, (1999), "The long-run performance of seasoned equity offerings with rights : evidence from the Swiss market", Working Paper, University of Neuchâtel.

Fama, E. F. (1970). "Efficient capital markets: A review of theory and empirical work", The Journal of Finance, Vol. 25, s.384-417

Fama, E. F. (1998), "Market efficiency, long-term returns and behavioral finance", Journal of Financial Economics, vol. 49, 1998, s.283-306

Glosten, R. Lawrence & Milgrom, R. Paul (1985) "Bid, ask and the transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders", Journal of Financial Economics, 14, s. 77-100.

Ikenberry, D., Lakonishok, J. & Vermaelen, T. (1995). Market Underreaction to Open Market Share Repurchases, Journal of Financial Economics, Vol. 39, pp. 181-208

Michael C. Jensen, William H. Meckling (1976) "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure". Journal of Financial Economics, Vol , Issue 4, s. 305-360.

Jensen, M. , Crutchley, C., Hudson, C. (1994) ”*Market reaction to equity offer reason: What information do Managers Reveal?* ” Journal of Financial Economics and Finance. Vol. 18. No. 3. S. 313-329.

Loughran, T., Ritter J. (1995) ”*The new issues puzzle*” The journal of Finance, Vol. 50. S. 23-51

Malkiel, B.G. (2003). ”*The efficient market hypotheses and its critics*”, The Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, No. 1, s. 59-82.

MacKinlay, G. (1997); ”*Event Studies in Economic and Finance*”; Journal of Economic Literature : Mar., 1997, Vol. 35, Issue 1, s. 13-39, 27

Modigliani, F., Miller, M., H. (1958), ”*The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*”, The American Economic Review, vol 48, s. 261-297.

Modigliani, F., Miller, M., H. (1963). ”*Corporate income taxes and the cost of capital: a correction*”, American Economic Review vol 53, s. 433–443.

Myers, S. C (1984) ” *The capital structure puzzle*”. The journal of Finance: Vol.39 Issue 3, s. 187-221.

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

Paul M. Healy och Krishna G. Palepu (1989)– *How investors interpret changes in corporate financial policy*. Journal of Applied Corporate Finance, Volume 2, Issue 3, pages 59–64, Fall 1989

Paul M. Healy, Krishna G. Palepu (2001) ”*Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature*” . Journal of Accounting and Economics vol 21, s. 405–440

Ross, S.A (1977) ”*The determination of financial structure. The incentive signalling approach*”, The Bell Journal of Economics, Vol 8, s. 23-40.

Schwert, G.W. (1989). ”*Why does stock market volatility change over time?*” The Journal of Finance, Vol. 44, No. 5, s. 1115-1153.

Walker, Mark. D. & Yost, Keven. 2008. *Seasoned Equity Offerings: What Firms Say, Do, and How The Market Reacts*. Journal of Coporate Finance, Vol. 14, No 4, pp. 376-386.

LITTERÄRA KÄLLOR

Andrén, N., Eriksson, T., Hansson S (2010) ”*Finansiering*” (11 upl), Malmö: Liber Ekonomi s. 103

Benninga, S. (2008). *Financial Modeling*. 3:e upplagan. The MIT Press.

Berk, J. & DeMarzo, P. (2011). *Corporate Finance*. 2:a upplagan. Boston: Pearson Education Inc.

Bryman, A. & Bell, E. (2005). *Företagsekonomiska forskningmetoder*. Malmö: Liber Ekonomi.

De Ridder, A. (1990). *Kurspåverkande information – En analys av börs- och noteringsstopp*. Stockholm: Stockholms fondbörs.

Forsgårdh, L-E. & Herten, K. (1975). *Information, förväntningar och aktiekurser*, Ekonomiska Forskningsinstitutet vid Handelshögskolan i Stockholm.

Körner, S. & Wahlgren, L. (2006). *Statistisk dataanalys*. 4:e upplagan. Lund: Studentlitteratur.

Lundahl, U. & Skärvad, P-H. (2009). *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*. 3:e upplagan. Lund: Studentlitteratur.

Van Horne, J. C. & Wachowicz, J. M. (2005). *Fundamentals of Financial Management*. 12:e upplagan. Harlow: Pearson Education Ltd.

DIGITALA KÄLLOR

Ab.se

<http://www.ab.se/foretag-sverige/kapital-ab/okning-av-aktikapitalet/nyemission>

Hämtad: 2013-11-20

Ab.se

<http://www.ab.se/foretag-sverige/kapital-ab/okning-av-aktikapitalet/vad-ar-prospekt>

Hämtad: 2013-11-20

Avanza.se

<https://www.avanza.se/kundservice/kundservice/ordlista/r.html>

Hämtad: 2013-11-20

E-economic.se

<http://www.e-economic.se/bokforingsprogram/ordlista/nyemission>

Hämtad: 2013-11-20

Finansinspektionen.se

<http://finansinspektionen.se/Register/Prospektregistret/>

Hämtad: 2013-12-12

NASDAQOMXNORDIC.COM

<http://www.nasdaqomxnordic.com/nyheter/borsmeddelanden/stockholm>

Hämtad: 2013-12-15

NASDAQOMXNORDIC.COM

http://www.nasdaqomxnordic.com/index/index_info?Instrument=SE0000744195

Hämtad: 2013-12-15

Nyemissioner.se

<http://www.nyemissioner.se/files/rights-issues/1065/prospekt.pdf>

Hämtad: 2013-11-20

Ne.se

<http://www.ne.se/lang/kvantitativ-metod>

Hämtad: 2013-11-20

Nyemission.nu

http://www.nyemission.nu/ordlista_riktad_emission.php

Hämtad: 2013-11-20

DATABASER

Thomson Reuter Datastream (Finns tillgängligt i LINC-labbet vid Lunds Universitet)

Retriver- Bolaginformation (Finns tillgängligt biblioteksdatan basen vid Lunds Universitet)

BILAGOR

dag 0		
t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances		
	<i>dag 0</i>	<i>Null</i>
Mean	-0,025227722	0
Variance	0,005357826	0
Observations	82	82
Hypothesized Mean Differ	0	
df	81	
t Stat	-3,120977604	
P(T<=t) one-tail	0,001249134	
t Critical one-tail	1,663883913	
P(T<=t) two-tail	0,002498267	
t Critical two-tail	1,989686323	

Bilaga 1. Abnormal avkastning för samtliga bolag på eventdagen, dag 0.

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances		
	<i>CAR</i>	<i>Null</i>
Mean	0,084127023	0
Variance	0,049451165	0
Observations	82	82
Hypothesized Mean Difference	0	
df	81	
t Stat	3,425738304	
P(T<=t) one-tail	0,000482653	
t Critical one-tail	1,663883913	
P(T<=t) two-tail	0,000965305	
t Critical two-tail	1,989686323	

Bilaga 2. Kumulativ abnormal avkastning för samtliga bolag under eventperioden.

BILAGA 3

Bolag	Annonseringsdag	Motiv	T-4	T-3	T-2	T-1	T0	T1	T2	T3	T4	T5
2005												
A-Com AB	2005-03-17	Generell	-1,14%	2,63%	-0,34%	-2,13%	-8,81%	-5,47%	0,49%	-2,43%	0,09%	-0,02%
Active Biotech AB	2005-05-18	Generell	1,08%	1,12%	1,34%	2,57%	6,80%	3,84%	4,96%	2,86%	2,55%	2,73%
Artimplant AB ser. B	2005-04-01	Generell	3,00%	1,80%	11,23%	-1,64%	-3,88%	1,32%	5,88%	1,50%	2,81%	2,29%
Biolinvent International AB	2005-10-13	Generell	5,64%	4,59%	2,75%	2,57%	-5,24%	-1,05%	4,97%	0,83%	4,28%	-0,17%
BioPhausia AB	2005-08-24	Investering	-3,45%	0,22%	3,46%	3,55%	6,83%	3,73%	4,54%	4,40%	9,47%	-1,27%
Brinova Fastigheter AB ser. B	2005-11-15	Generell	2,32%	0,72%	1,12%	3,63%	3,90%	4,10%	11,13%	2,19%	0,90%	4,01%
CTT Systems AB	2004-12-21	Generell	2,17%	1,87%	4,38%	-1,13%	-8,18%	-6,37%	8,70%	0,29%	2,63%	3,43%
Glocalnet AB	2005-10-20	Generell	4,22%	2,45%	4,63%	-0,17%	3,64%	2,34%	2,21%	1,00%	1,32%	2,62%
Kungsleden AB	2005-08-16	Generell	-2,61%	-3,25%	3,78%	3,40%	1,67%	3,06%	4,66%	2,34%	1,04%	0,80%
MTV Produktion AB ser. B	2005-06-13	Generell	0,50%	2,47%	8,69%	2,72%	2,80%	1,56%	0,06%	2,33%	-0,05%	0,14%
Net Insight AB ser. B	2005-05-03	Generell	4,82%	12,17%	3,18%	0,29%	-10,32%	-0,43%	3,37%	-1,20%	3,62%	2,42%
Opcon AB	2005-03-22	Generell	-2,27%	2,77%	3,88%	2,06%	-0,47%	4,88%	9,52%	0,40%	-1,56%	7,79%
Pricer AB	2005-02-17	Generell	7,00%	-2,25%	5,16%	-2,17%	3,17%	-11,77%	2,33%	-0,09%	2,35%	4,00%
ScanMining AB	2005-03-11	Investering	1,85%	2,80%	0,82%	-0,13%	5,83%	7,36%	1,65%	-0,07%	2,29%	8,26%
Tricorona AB ser. B	2005-04-14	Investering	3,41%	-0,02%	0,34%	0,34%	3,40%	7,18%	1,09%	3,13%	2,92%	1,51%
Tripep AB	2005-05-23	Generell	10,93%	-0,71%	2,81%	1,74%	4,97%	-0,40%	3,71%	4,81%	1,41%	3,46%
2006												
AB Ångpanneföreningen	2006-05-24	Generell	1,24%	0,18%	-2,94%	4,96%	5,15%	5,06%	0,70%	-1,67%	3,25%	0,71%
BRIO AB	2006-07-27	Generell	1,02%	1,25%	2,92%	2,28%	-12,64%	5,55%	0,17%	0,29%	0,46%	3,66%
Capio AB	2006-04-24	Skuld	3,50%	2,91%	4,20%	-0,48%	4,23%	-0,39%	6,81%	1,40%	2,45%	0,89%
Consilium AB	2006-10-11	Generell	1,80%	2,45%	2,87%	2,44%	0,74%	1,23%	-2,29%	3,78%	3,85%	1,91%
DORO AB	2006-05-05	Generell	2,07%	0,57%	1,20%	-2,65%	-10,57%	-4,55%	8,77%	1,94%	0,92%	10,75%
Fingerprint Cards AB	2006-10-04	Generell	4,03%	3,08%	0,20%	0,23%	2,08%	8,85%	1,26%	0,83%	-0,60%	1,84%
Hexagon AB ser. B	2006-03-15	Generell	-1,23%	1,42%	1,05%	2,76%	0,72%	8,37%	2,53%	1,71%	-1,78%	4,86%
Ledstierman AB	2006-05-02	Investering	14,64%	-0,94%	-2,83%	1,89%	-4,41%	-7,93%	-0,88%	2,06%	7,41%	8,16%
ORTIVUS	2006-05-19	Generell	0,73%	6,82%	5,97%	-1,47%	-0,97%	0,88%	-2,50%	6,39%	0,53%	-0,56%
Precise Biometrics	2006-10-19	Generell	0,62%	1,61%	3,11%	-4,45%	-8,49%	-8,77%	-7,87%	-1,81%	-4,49%	5,26%
2007												
Active Biotech AB	2006-12-18	Generell	0,93%	8,12%	3,71%	-0,22%	0,33%	-0,91%	-0,01%	6,16%	0,49%	1,31%
CTT Systems AB	2007-10-10	Generell	2,84%	4,75%	2,71%	1,94%	3,39%	1,26%	6,54%	6,22%	2,56%	3,56%
Cybercom Group Europ AB	2007-08-30	Investering	0,34%	1,32%	9,47%	8,02%	-3,37%	5,73%	5,30%	6,51%	1,63%	3,50%
Elanders AB ser. B	2007-02-02	Investering	2,98%	2,01%	6,20%	8,39%	4,64%	1,42%	4,65%	2,81%	2,24%	2,37%
Karo Bio AB	2007-03-27	Investering	3,06%	6,53%	12,02%	4,54%	-11,61%	4,86%	3,04%	5,07%	8,68%	6,44%
Meda AB	2006-12-13	Skuld	2,69%	4,31%	5,50%	0,38%	2,30%	1,78%	1,27%	2,57%	4,49%	3,96%
Medivir AB ser. B	2006-12-05	Generell	2,18%	2,79%	3,18%	-2,40%	3,71%	-8,00%	-5,27%	0,39%	2,94%	-0,36%
Midelfart Sonesson AB	2006-12-07	Investering	3,86%	4,22%	0,03%	1,89%	2,12%	1,78%	4,13%	2,83%	7,38%	11,86%
SSAB	2007-07-24	Investering	1,63%	4,76%	4,40%	4,32%	2,31%	3,80%	2,34%	4,36%	3,80%	3,25%
2008												
Aerocrine	2008-10-24	Generell	0,95%	4,60%	7,94%	-2,23%	-21,48%	3,87%	-3,19%	0,05%	11,70%	-2,12%
Amasten Holding	2008-09-19	Skuld	-7,34%	-0,29%	22,69%	-4,18%	-1,87%	-5,83%	8,19%	1,68%	-12,16%	-12,15%
BioPhausia	2008-07-01	Generell	-2,29%	2,12%	3,82%	0,95%	1,48%	5,07%	5,06%	5,17%	-1,26%	2,27%
Fingerprint Cards	2008-11-12	Skuld	-4,60%	-0,48%	-4,85%	-3,74%	-3,00%	-16,73%	-2,62%	-9,19%	-0,25%	-1,73%
Nordic Service Partners Holding	2008-11-10	Skuld	-3,97%	-2,64%	6,60%	-2,31%	-24,49%	-13,95%	-12,40%	-6,07%	0,15%	-7,61%
Opcon AB	2008-09-30	Skuld	0,33%	0,85%	-1,18%	-5,32%	3,61%	-0,68%	-3,24%	5,88%	-0,83%	-6,90%
RnB Retail and Brands	2008-08-21	Skuld	-2,25%	-3,17%	-0,14%	-2,26%	-12,40%	-1,88%	13,99%	7,25%	9,16%	-2,21%
Swedbank	2008-10-27	Generell	-8,33%	11,31%	0,53%	-0,05%	-0,67%	0,35%	-1,25%	-5,70%	-2,30%	-0,46%
Teleca	2008-02-12	Generell	3,35%	7,60%	7,93%	-1,42%	5,35%	6,92%	0,96%	6,85%	-0,43%	3,24%

Bolag	Annonseringsdag	Motiv	T-4	T-3	T-2	T-1	T0	T1	T2	T3	T4	T5
2009												
Allenex AB	2009-05-07	Generell	4,30%	1,78%	-1,20%	-0,78%	-3,62%	-4,86%	0,49%	3,52%	4,23%	-1,23%
Cybercom	2009-05-20	Skuld	-1,81%	-1,64%	0,67%	0,73%	-2,97%	1,92%	5,68%	-0,18%	-3,12%	-8,32%
Digital Vision AB	2009-01-23	Skuld	-0,72%	-0,64%	-6,79%	-6,49%	4,26%	-1,41%	11,47%	-3,46%	3,11%	-4,95%
Eniro AB	2009-05-26	Skuld	9,19%	1,40%	2,04%	-4,46%	-11,50%	14,00%	-3,13%	-0,61%	-9,60%	-2,77%
Gunnebo AB	2009-11-16	Skuld	1,79%	-1,04%	2,48%	-0,55%	2,52%	1,17%	-0,40%	0,61%	0,15%	1,22%
Haldex AB	2009-10-22	Skuld	1,25%	0,44%	0,58%	-1,47%	1,06%	0,25%	-2,64%	-1,13%	-7,01%	4,55%
Hemtex AB	2009-03-31	Skuld	7,78%	-3,19%	2,12%	-4,21%	-8,94%	5,98%	0,26%	2,03%	5,68%	1,38%
Husqvarna AB	2009-03-05	Skuld	1,89%	-3,97%	-3,52%	9,86%	-4,24%	-1,38%	-7,46%	10,02%	8,63%	-0,98%
Karo Bio AB	2009-10-23	Generell	-4,12%	-7,69%	5,43%	1,29%	-3,22%	-1,69%	-4,02%	-2,79%	0,01%	4,53%
Mertiva AB	2009-09-15	Generell	0,36%	5,72%	2,98%	-11,75%	0,69%	0,75%	-1,31%	-0,45%	-0,76%	-1,10%
Nordea Bank AB	2009-02-10	Generell	0,71%	-1,84%	1,41%	2,54%	-1,92%	-2,59%	3,41%	-0,64%	-2,17%	-2,12%
SAS AB	2009-03-12	Generell	-5,56%	0,04%	2,13%	3,11%	-0,59%	17,10%	36,69%	-2,60%	3,57%	4,12%
Skandinaviska Enskilda Banken AB	2009-03-04	Generell	3,35%	-3,28%	-4,21%	-5,52%	5,84%	0,21%	2,68%	11,37%	11,06%	-3,90%
Ticket Travel Group AB	2009-11-02	Skuld	-7,25%	-6,65%	1,71%	-0,74%	9,77%	4,92%	-0,43%	-0,68%	0,49%	-1,17%
TradeDoublers AB	2009-12-02	Generell	0,55%	3,88%	1,14%	-1,22%	-3,88%	-1,72%	4,93%	-0,31%	5,74%	0,15%
2010												
Artimplant AB	2010-09-07	Generell	-2,16%	-0,63%	-3,06%	1,15%	-3,78%	-6,73%	3,47%	-2,11%	-1,33%	-2,20%
Cision AB	2010-02-15	Skuld	3,76%	-0,09%	-0,63%	1,42%	-12,81%	-4,30%	5,27%	8,65%	6,00%	5,25%
Corem Property Group AB	2010-10-28	Generell	7,83%	-4,63%	5,39%	-5,04%	-0,39%	5,72%	0,55%	1,94%	-4,13%	-0,47%
Diös Fastigheter AB	2010-11-01	Investering	4,70%	2,79%	0,99%	3,18%	2,72%	3,61%	2,65%	4,33%	5,58%	1,71%
Elanders AB	2010-07-15	Generell	5,74%	-1,88%	-4,42%	2,85%	-1,41%	-4,97%	-2,83%	-1,13%	-5,28%	1,61%
Hexagon AB	2010-11-19	Skuld	1,56%	-1,96%	0,90%	1,11%	-1,49%	1,31%	-0,53%	-2,46%	-3,91%	2,83%
MSC Konsult AB	2010-11-01	Generell	-2,42%	-0,19%	1,36%	0,14%	-5,78%	2,77%	-2,72%	-1,92%	0,61%	0,08%
Nordic Mines AB	2010-01-13	Investering	-0,06%	4,67%	-0,42%	1,12%	-3,65%	1,17%	2,52%	1,56%	1,22%	4,72%
Note AB	2010-03-08	Generell	1,15%	4,47%	1,31%	2,88%	-1,56%	3,61%	4,67%	9,57%	7,52%	2,86%
Sagax AB	2010-02-15	Investering	-0,12%	-1,45%	0,21%	0,50%	0,06%	0,48%	2,67%	0,85%	5,85%	-1,32%
Sensys Traffic AB	2010-10-12	Generell	1,43%	2,28%	-3,67%	1,22%	-12,43%	-3,59%	-2,30%	-0,21%	-5,45%	0,38%
Stockwik Förvaltnings AB	2010-08-31	Skuld	3,13%	6,14%	-1,49%	6,99%	-4,70%	-6,78%	2,89%	28,58%	-4,35%	6,64%
2011												
Allenex AB	2011-09-20	Generell	-0,80%	0,95%	-0,41%	2,23%	-16,79%	-5,08%	-6,87%	-8,96%	5,89%	-3,64%
Digital Vision AB	2011-02-04	Investering	1,24%	0,88%	0,50%	1,56%	0,10%	0,35%	0,26%	0,99%	0,36%	1,01%
Hemtex AB	2011-03-15	Skuld	-5,25%	-1,83%	-5,11%	6,04%	-3,19%	-6,15%	0,91%	9,28%	2,62%	-1,60%
Hexpol AB	2011-02-17	Skuld	-1,08%	0,04%	-1,29%	-1,10%	-0,11%	-2,82%	-2,09%	-2,30%	-2,00%	-3,17%
KappAhl AB	2011-11-02	Generell	3,11%	1,28%	-4,21%	-12,85%	3,03%	-3,51%	0,07%	-1,99%	-3,30%	4,28%
Opcon AB	2011-09-26	Generell	3,20%	-26,93%	-7,83%	-0,32%	3,80%	4,10%	11,86%	0,19%	-2,09%	-6,90%
Orexo AB	2011-05-04	Generell	-0,37%	-0,37%	0,38%	0,16%	-10,41%	-5,17%	-0,80%	-0,68%	-0,94%	-4,04%
Precise Biometrics AB	2011-03-28	Generell	-1,35%	-1,55%	1,57%	2,10%	-20,91%	-3,20%	-6,29%	1,47%	39,74%	12,29%
Rederi AB Transatlantic	2011-11-03	Investering	-0,19%	1,10%	1,39%	-0,88%	-9,85%	4,49%	-1,77%	-9,44%	-6,01%	-0,52%
Swedish Orphan Biovitrum AB	2011-04-27	Skuld	2,64%	-6,06%	-3,40%	0,49%	2,52%	-2,09%	0,89%	1,19%	1,52%	0,89%
Transcom WorldWide S.A.	2011-11-17	Generell	-0,80%	5,50%	-5,30%	-8,65%	-25,39%	-21,66%	11,10%	11,17%	8,69%	-5,62%