

Uppgiftens namn: Slutseminarium 2 juni

Namn: Philip Berntsson

Inlämnad: 2016-05-30 14:03

Skapades: 2016-07-03 19:35



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen
FEKH89
Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15 hp
VT 2016

Från motivering till investering

Nyemissionens effekt på aktiekursutvecklingen

Författare:

Philip Berntsson
Jonathan Engman
Patrik Johannesson
Fredrik Åberg

Handledare:

Mattias Haraldsson

Sammanfattning

Titel:	Från motivering till investering - Nyemissionens effekt på aktiekursutvecklingen
Seminariedatum:	2016-06-02
Kurs:	Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15 hp
Författare:	Philip Berntsson Jonathan Engman Patrik Johannesson Fredrik Åberg
Handledare:	Mattias Haraldsson
Nyckelord:	Nyemission, emissionsmotiv, informationsasymmetri, pecking-order, signalteori, abnormal avkastning, multipel regression
Syfte:	Syftet med denna studie är att undersöka om och till vilken grad det bakomliggande motivet till en nyemission påverkar det emitterande bolagets aktiekursutveckling.
Metod:	Studien baseras på en eventstudie där den abnormala avkastningen som uppstår till följd av en emissionsannonsering studeras. I syfte att säkerställa att kursreaktionen är signifikant under de olika tidsperioderna testas den abnormala avkastningen genom ett t-test. Dessutom testas till vilken grad det bakomliggande motivet till nyemissionen förklarar denna abnormala avkastning genom en regressionsanalys.
Teoretisk referensram:	De underliggande teorier som används i denna uppsats utgår från tidigare forskning kring nyemissioners aktiekurspåverkan. Relevanta teorier för studien är informationsasymmetri, pecking-order teorin, trade-off teorin, signalteorin, principal-agent teorin samt den optimistiska förväntanshypotesen.
Empiri:	Empirin omfattar nyemissioner genomförda på NASDAQ OMX Stockholm under perioden 2007-2014 och som registrerats i Finansinspektionens prospektsregister.
Slutsats:	Studien finner att annonseringen av en nyemission leder till en statistiskt signifikant abnormal avkastning på kort sikt oavsett motiv. Studien finner även att två av de tre undersökta emissionsmotiven påverkar den abnormala avkastningen på kort sikt.

Abstract

Title:	From motive to investment - The effect of equity issues on stock performance
Seminar date:	2016-06-02
Course:	FEKH89 Degree Project in Finance, Undergraduate level, 15 ECTS-credits
Authors:	Philip Berntsson Jonathan Engman Patrik Johannesson Fredrik Åberg
Advisor:	Mattias Haraldsson
Key words:	Seasoned equity offering, intended use of proceeds, information asymmetry, pecking order, signal theory, abnormal return, multiple regression
Purpose:	The purpose of this study is to investigate whether, and to what extent, the underlying motive for a seasoned equity offering affects the stock return for an issuing company.
Methodology:	An event study in which the abnormal returns incurred as a result of the announcement of a seasoned equity offering is studied. In order to determine whether this event causes significant abnormal stock reactions the abnormal returns during the event window are tested in a t-test. In addition, the underlying motives behind the equity offerings are tested in a regression analysis in order to explain to what extent these motives affect the abnormal returns.
Theoretical perspective:	The underlying theories used in this paper are based on previous research on the share price impact of equity offerings. Relevant theories for this study are information asymmetry, pecking-order theory, trade-off theory, signal theory, the principal-agent problem and the optimistic expectations hypothesis.
Empirical foundation:	The empirical data includes seasoned equity offerings registered by Finansinspektionen on the NASDAQ OMX Stockholm Exchange during the years 2007-2014.
Conclusions:	The study finds that the announcement of a seasoned equity offering generates statistically significant abnormal returns in the short term. The study also concludes that two out of three underlying motives affect the abnormal returns in the short term.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

KAPITEL 1 - INLEDNING.....	6
1.1 Bakgrund	6
1.2 Problemdiskussion	7
1.3 Problemformulering	9
1.4 Syfte	9
1.5 Avgränsningar	9
1.6 Målgrupp	9
1.7 Uppsatsens fortsatta disposition	10
KAPITEL 2 - INSTITUTIONELL REFERENSRAM.....	11
2.1 Finansieringsalternativ	11
2.2 Nyemissioner	11
2.2.1 Regleringar kring nyemissioner	12
2.2.2 Teckningsrätter	12
2.2.3 Prospekt	12
2.2.4 Emissionsmotiv	13
KAPITEL 3 - TEORETISK REFERENSRAM	14
3.1 Principal-agent teorin	14
3.2 Informationsasymmetri	14
3.3 Signalteorin	15
3.4 Pecking-order teorin	16
3.5 Trade-off teorin	17
3.6 Den optimistiska förväntanshypotesen	18
3.7 Tidigare forskning	18
3.8 Annan relevant forskning	22
3.9 Sammanfattande tabell över tidigare forskning	23
3.10 Kritik mot tidigare studier	24
3.11 Hypotesformulering	24
KAPITEL 4. METOD.....	26
4.1 Forskningsansats	26
4.2 Eventstudie	26
4.2.1 Fastställning av tidsram och estimeringsperiod	27
4.2.2 Definition av urvalskriterier	28
4.2.2.1 Bortfall och urval	30
4.2.3 Metodval för skattning av normal avkastning	30
4.2.4 Metodval och beräkning av abnormal avkastning	32
4.2.5 Beräkning av aggregerad abnormal avkastning	34
4.3 Datainsamling	34

4.4 Motivindelning	35
4.5 Statistisk metod	36
4.5.1 T-test.....	36
4.5.2 Hypotesprövning.....	37
4.5.3 Regression	38
4.5.3.1 Antaganden	38
4.5.3.2 Validitet.....	40
4.5.3.3 R ² och justerat R ²	40
4.5.3.4 Beroende variabel	41
4.5.3.5 Dummy-variabler.....	41
4.5.3.6 Kontrollvariabler	41
4.5.3.7 Regressionsmodell.....	43
4.6 Metodkritik.....	44
KAPITEL 5 - RESULTAT	46
5.1 Statistik	46
5.2.1 Abnormal avkastning oberoende av motiv.....	47
5.2.2 Abnormal avkastning fördelat på motiv.....	48
5.3 Hypotesprövning	50
5.4 Regression.....	52
5.5 Robusthetstest av regressionen.....	56
KAPITEL 6 - ANALYS.....	57
6.1 Abnormal avkastning.....	57
6.2 Förklarande variabler	58
6.3 Emissionsmotiv.....	59
6.3.1 Återbetalning av skuld.....	59
6.3.2 Investeringar.....	60
6.3.3 Generella åtaganden.....	61
6.4 Kontrollvariabler.....	62
6.4.1 Börsvärde.....	62
6.4.2 Relativt emissionsbelopp.....	63
6.4.3 Market-to-book.....	63
6.4.4 Antal år på börsen.....	64
6.4.5 Skuldsättningsgrad	64
KAPITEL 7 - SLUTSATS OCH DISKUSSION	65
KAPITEL 8 - FÖRSLAG PÅ VIDARE FORSKNING.....	67
REFERENSLISTA	69
BILAGOR.....	73

KAPITEL 1 - INLEDNING

I detta avsnitt presenteras relevant bakgrund och den problemdiskussion som ligger till grund för studiens frågeställning och syfte.

1.1 Bakgrund

Till följd av finanskrisen 2008 tvingades många svenska företag att genomföra nyemissioner för att klara av den fortsatta finansieringen och bara under det första halvåret 2009 hade det samlade emissionsbeloppet ökat med 216 % sett till samma period året innan (Flood, 2009). Trots att världsekonomin har återhämtat sig från denna krisperiod fortsätter nyemissioner att vara en vanligt förekommande finansieringskälla i Sverige och under perioden 2013-2015 ökade antalet nyemissioner med 42 % (Finansinspektionen, 2016).

En nyemission är ett av flera möjliga finansieringsalternativ för ett aktiebolag och år 1984 presenterade Stewart Myers den så kallade pecking-order teorin som behandlar företags olika finansieringsmöjligheter. Pecking-order teorin menar att företag, i syfte att vara kostnadseffektiva, i första hand bör använda internt genererat kapital för att finansiera verksamheten, därefter banklån och som sista alternativ emittera nya aktier (Myers, 1984). Att nyemissioner är en vanligt förekommande finansieringskälla, samtidigt som ökningstakten av lånefinansiering har stagnerat kraftigt (Riksbanken, 2015), innebär att pecking-order teorin inte tycks omsättas i praktiken. Detta är intressant ur ett investerarperspektiv då valet av finansiering länge har varit en viktig fråga för bolagens aktieägare.

Investorare tycks generellt vara negativt inställda till att företag emitterar aktier i finansieringssyfte då ett flertal studier har påvisat att aktiekursen tenderar att falla vid annonseringen av en nyemission. Faktum är att det värde som förstörs till följd av att aktiekursen faller ofta motsvarar en betydande del av det kapital som nyemissionen inbringar, vilket inte är önskvärt för befintliga aktieägare (Berk & DeMarzo, 2014). Forskare menar att huvudorsaken till detta fenomen är den informationsasymmetri som finns mellan bolagsledningen och aktieägare (Barclay & Litzenberger, 1988). Tidigare studier har dessutom visat att det bakomliggande motivet till nyemissionen har påverkan på den efterföljande kursutvecklingen för emitterande bolag. Sammantaget visar denna forskning att emitterande bolag generellt presterar sämre på börsen än icke-emitterande bolag, oavsett vilket emissionsmotiv som anges (Loughran & Ritter, 1995, Spiess & Affleck-Graves, 1995).

De flesta av de tidigare studierna är gjorda på den amerikanska aktiemarknaden där en klar majoritet av nyemissionerna är allmänna emissioner medan företrädesemissioner är vanligast på den svenska marknaden (Beckman, Dahlström, Grundell, Lundquist, Lycke, Rydin, Svensson & Wiberg, 2012). Denna skillnad kan innebära att resultaten från den amerikanska marknaden inte är direkt tillämpbara på den svenska marknaden. Då det dessutom finns få likartade studier gjorda i Sverige vore det intressant att undersöka hur aktiekursen påverkas av en nyemission på den svenska marknaden samt utreda om det råder någon skillnad i avkastning beroende på vilket emissionsmotiv som bolaget anger.

1.2 Problemdiskussion

En förklaring till att den negativa kursutveckling som emitterande bolag uppvisar är den så kallade optimistiska förväntanshypotesen som beskriver hur aktiens underprestation beror på investerarens alltför optimistiska förväntningar vad gäller bolagets förmåga att förvalta det insamlade kapitalet. Om bolaget inte lever upp till de höga förväntningarna reviderar investerare ned sin optimistiska inställning och som följd faller aktiekursen (Loughran & Ritter, 1995). Andra författare menar att underprestationen hos emitterande bolag kan förklaras av den oundvikliga informationsasymmetri som existerar mellan bolagsledning och investerare (Majluf & Myers, 1984). Eftersom bolagsledningen har ett informationsövertag kan de lättare bilda sig en uppfattning om bolagets verkliga värde och emittera aktier om de anser att bolaget är övervärderat (Majluf & Myers, 1984).

I grafen nedan illustreras den riskjusterade avkastningen efter genomförd nyemission på den amerikanska marknaden. Den riskjusterade avkastningen är som vi kan se negativ oberoende av bolagets storlek men är särskilt noterbar hos mindre bolag (Brav, Geczy & Gompers, 2000 - Graf: Berk & DeMarzo, 2014).

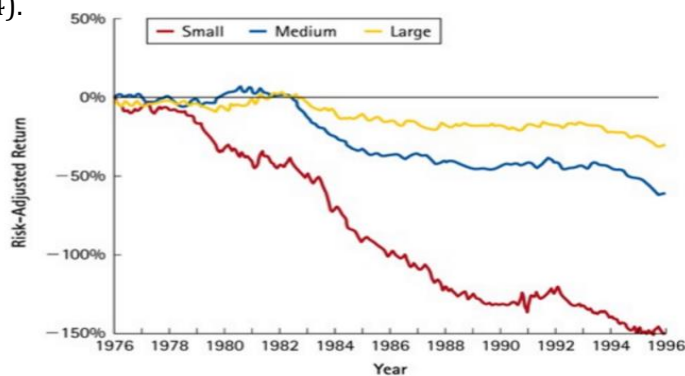


Diagram 1.1. Riskjusterad avkastning fördelat på bolagsstorlek (Berk & DeMarzo, 2014 baserat på Brav, Geczy & Gompers, 2000)

Ett svenskt exempel på denna underprestation är då KappAhl 2012 meddelade att en nyemission skulle genomföras i syfte att stärka bolagets finansiella ställning och amortera på sina banklån (Finansinspektionen, 2012), där aktien föll sammanlagt 27 % under de två efterföljande handelsdagarna (Thomson Reuters Datastream, 2016). Carlson, Fischer och Giammarino (2004) menar att den negativa aktiekursutvecklingen hos emitterande bolag, såsom KappAhl, beror på omständigheterna som föranleder behovet av en nyemission och inte själva emissionsannonseringen i sig. Om den bakomliggande orsaken till emissionen påverkar aktiekursutvecklingen bör det innebära att investerare tar ställning till bolagets emissionsmotiv.

Hur emissionsmotivet påverkar den fortsatta aktiekursutvecklingen efter genomförd nyemission utreds bland annat av Walker och Yost (2008) på den amerikanska marknaden. De fastslår att bolag med vagt formulerade motiv tenderar att prestera sämre och menar att detta beror på att marknaden förväntar sig att kapitalet kommer att användas till värdeförstörande projekt. Om bolaget däremot anger ett tydligt motiv till nyemissionen, exempelvis skuldreducering, kan investerare bedöma lämpligheten av det tänkta användningsområdet för pengarna. Dessa bolag tenderar som följd att prestera bättre på börsen än bolag med vaga motiv (Walker & Yost, 2008). Vid en jämförelse av emitterande bolag på den franska börsen konkluderar Jeanneret (2005), i likhet med Walker och Yost (2008), att det bakomliggande motivet har en signifikant påverkan på aktiekursutvecklingen. Särskilt då det bakomliggande motivet har varit investeringar har aktien uppvisat en negativ abnormal kursutveckling.

Även om många internationella studier stödjer teorin om emitterande bolags underprestation är likartade undersökningar på den svenska aktiemarknaden sällsynta. Som tidigare nämnts är allmänna emissioner vanligast i USA medan företrädesemissioner är överrepresenterade på den svenska marknaden (Beckman et al 2012). Med anledning av detta finns en chans att resultaten mellan marknaderna skiljer sig åt. En indikation på detta är att vissa företag på svenska börsen har haft en positiv abnormal avkastning efter att de annonserat om en nyemission. Exempelvis uppvisade Eniro en positiv avkastning på 57 % (Thomson Reuters Datastream, 2016) när de annonserade om en nyemission med skuldåterbetalning som motiv (Finansinspektionen, 2009). Vi finner denna kontrast intressant då den väcker frågor kring hur marknaden tolkar det förmedlade emissionsmotivet i Sverige jämfört med i USA. Skiljer sig avkastningen på den svenska marknaden från den amerikanska marknaden? Vilka motiv tolkas positivt respektive negativt av marknaden? I syfte att bringa mer klarhet kring dessa frågor ämnar denna uppsats att studera hur annonseringen

och det bakomliggande motivet vid en nyemission påverkar den efterföljande aktiekursutvecklingen på den svenska marknaden. Då nyemissioner enligt tidigare forskning leder till abnormal kursreaktioner väcks också frågan om man som investerare kan utnyttja denna anomali? Förhoppningen är därför att denna uppsats ska underlätta för investerare att fatta välgrundade investeringsbeslut i samband med annonseringen av en nyemission.

1.3 Problemformulering

Utifrån vår problemdiskussion formulerar vi följande frågeställningar för studien:

- 1. Leder annonseringen av en nyemission på den svenska marknaden till en abnormal aktiekursutveckling på kort, medellång och lång sikt?*
- 2. Kan den abnormal kursreaktionen förklaras av det bakomliggande emissionsmotivet på kort, medellång och lång sikt?*
- 3. Skiljer sig aktiekursutvecklingen åt beroende på det bakomliggande motivet till nyemissionen?*

1.4 Syfte

Syftet med denna studie är att undersöka om annonseringen av en nyemission leder till en abnormal aktiekursutveckling. Vidare ämnar vi utreda om det bakomliggande emissionsmotivet påverkar aktiekursutvecklingen samt om kursutvecklingen skiljer sig åt mellan emissionsmotiven.

1.5 Avgränsningar

Studien har begränsats till nyemissioner gjorda på den svenska aktiemarknaden. Urvalet består enbart av kontanta företrädesemissioner på large, mid och small cap på Nasdaq OMX Stockholm med minst ett år mellan emissionstillfällena.

1.6 Målgrupp

Vår studie riktar sig framförallt till personer som är intresserade av och har förståelse för den svenska finansmarknaden och som kan dra nytta av det som behandlas i denna uppsats. Vi förutsätter att läsaren har goda kunskaper inom företagsekonomi och statistik.

1.7 Uppsatsens fortsatta disposition

Kapitel 2 – Institutionell referensram

I detta kapitel förklaras viktiga begrepp, följt av en kortfattad beskrivning av prospekt och de emissionsmotiv som normalt används.

Kapitel 3 – Teoretisk referensram

I detta kapitel presenteras relevanta teorier och tidigare forskning inom nyemissionsämnet samt de hypoteser som används i studien.

Kapitel 4 – Metod

I detta kapitel redogörs för de metoder som används i studien.

Kapitel 5 – Resultat

I detta kapitel presenteras studiens resultat.

Kapitel 6 – Analys

I detta kapitel analyseras studiens resultat.

Kapitel 7 – Slutsats och diskussion

I detta kapitel presenteras och diskuteras studiens slutsats.

Kapitel 8 – Förslag på vidare forskning

I detta kapitel presenteras förslag på vidare forskning utifrån studiens resultat

Referenslista

Bilagor

KAPITEL 2 - INSTITUTIONELL REFERENS RAM

I detta kapitel redogörs för de finansieringsalternativ som ett företag har att välja mellan, nyemissions- och teckningsrättsbegreppen samt en kort genomgång av innebörden av prospekt. Kapitlet avslutas med en presentation av vanliga emissionsmotiv.

2.1 Finansieringsalternativ

Ett bolag har primärt tre olika alternativ att välja mellan vid finansiering av sin verksamhet. Vanligvis använder bolaget sig av internt genererat kapital, vilket är kapital som företaget förvärvat genom exempelvis försäljningsintäkter (Berk & DeMarzo, 2014). Ett annat alternativ är att låna kapital från marknaden genom att emittera obligationer eller ansöka om ett lån från ett låneinstitut (ibid.). Slutligen kan ett börsnoterat företag vända sig till aktiemarknaden för kapital genom att utföra en nyemission (ibid.).

2.2 Nyemissioner

En nyemission innebär att ett aktiebolag får in nytt kapital genom att ge ut nya aktier på marknaden. För att en nyemission ska kunna genomföras måste styrelsen först presentera ett förslag till nyemission på bolagsstämman som sedan aktieägarna får ta ställning till (Bolagsverket, 2014). Bolaget kan erbjuda dessa nyemitterade aktier till allmänheten, specifika investerare eller befintliga aktieägare (Berk & DeMarzo, 2014). Väljer bolaget att erbjuda aktierna till allmänheten rör det sig om en *oriktad* nyemission eftersom vem som helst får teckna aktier i bolaget. Om bolaget istället ger en specifik investerare eller de befintliga aktieägarna denna rätt rör det sig om en *riktad* nyemission. En riktad nyemission till befintliga aktieägare kallas för en *företrädesemission*, vilket innebär att de befintliga aktieägarna först ges möjlighet att teckna aktierna och därefter allmänheten. Om hela emissionen tecknas av befintliga aktieägare har emissionen ingen *utspädningseffekt*. En utspädningseffekt sker endast om befintliga ägares procentuella ägarandel av bolaget sjunker till följd av ett ökat antal aktier (ibid.). Vanligtvis sker betalningen kontant och kallas då en *kontantemission*. Att nyemissioner är en så pass vanligt förekommande finansieringskälla i Sverige anser vi är väldigt intressant då denna typ av finansiering innebär högre kostnader än andra finansieringsalternativ (Myers, 1984).

2.2.1 Regleringar kring nyemissioner

För att en nyemission ska kunna genomföras i Sverige måste Aktiebolagslagen följas (Aktiebolagstjänst, i.d.). I kallelsen till bolagsstämman där beslutet om nyemission fattas ska förslaget huvudsakligen innehålla. Det ska även framgå vilka som har rätt att teckna aktien samt om aktieägarna har företrädesrätt. Minst två veckor före bolagsstämman ska förslaget till nyemission finnas tillgängligt för samtliga aktieägare. När bolagsstämman väl äger rum så sker beslutet genom enkelt majoritet vilket innebär att minst hälften av rösterna måste rösta för genomförandet av emissionen. När beslutet väl är fattat ska emissionen anmälas till bolagsverket inom sex månader. Sker inte detta blir beslutet verkningslöst (ibid).

2.2.2 Teckningsrätter

En teckningsrätt ger befintliga aktieägare rätt att teckna ett visst antal aktier till ett förutbestämt pris vid en given tidpunkt. Teckningsrätten innebär att aktieägarna får köpa ett visst antal aktier i förhållande till antalet aktier de ägde innan emissionen. Teckningsrätter används oftast i samband med företrädesemissioner där bolaget först vänder sig till de befintliga aktieägarna för att anskaffa kapital. I syfte att göra en nyemission mer attraktiv för befintliga aktieägare sätts ofta teckningskursen lägre än det rådande marknadspriset för aktien (E-conomic, i.d.). När en nyemission genomförs sker en *utspädning* eftersom en aktie nu motsvarar en mindre andel av bolaget än tidigare. Utspädningen skadar dock inte de befintliga aktieägarna om de emitterade aktierna fulltecknas av befintliga ägare då deras totala ägarandel av bolaget förblir densamma. Om bolaget istället låter nya investerare teckna aktier till det rabatterade priset skadas de befintliga aktieägarna (ibid).

2.2.3 Prospekt

Ett prospekt är ett dokument som ska innehålla all nödvändig information om emittenten samt de värdepapper bolaget avser att emittera, detta för att investerare skall kunna göra en välgrundad bedömning av sin eventuella placering. I prospektet ska därför motiven till nyemissionen och användningen av de medel som emissionen tillför tydligt framgå (Riksdagen, 2015). Ett prospekt ska upprättas då ett bolag erbjuder värdepapper till allmänheten eller börjar handlas på en reglerad marknad (Europeiska rådet, 2016). Prospekt skall alltid överlämnas till finansinspektionen för granskning och godkännande. Syftet med ett prospekt är enligt Finansinspektionen (i.d.) att säkerställa ett gott investerarskydd och underlätta kapitalanskaffning för företag.

2.2.4 Emissionsmotiv

I den forskning som behandlar nyemissioner brukar emissionsmotiven delas in i olika kategorier baserat på vad det insamlade kapitalet ska användas till. Kategoriseringen skiljer sig åt mellan de olika studierna men generellt brukar motiven delas in likt de kategorier som Walker och Yost (2008) använder sig av i sin studie på den amerikanska markanden. Dessa motiv är:

- ❖ *Investeringar* - inkluderar de bolag som anger investeringar, förvärv eller satsningar i forskning och utveckling som emissionsmotiv.
- ❖ *Skuldåterbetalning* - inkluderar de bolag som anger återbetalning av utestående skuld som emissionsmotiv.
- ❖ *Generella motiv* - inkluderar de företag som inte i detalj anger det specifika emissionsmotivet.

KAPITEL 3 - TEORETISK REFERENSRAM

I detta kapitel presenteras för vår studie relevanta teorier, tidigare forskning samt kritik mot tidigare studier. Vidare presenteras de hypoteser som ligger till grund för den hypotesprövning som behandlas i senare delar.

3.1 Principal-agent teorin

Relationen mellan agenter och principaler definieras av Kim, Nofsinger och Mohr (2010) som ett kontrakt där principaler anlitar agenter att uträtta ett arbete åt principalerna. Eftersom bolagsstrukturen i ett aktiebolag separerar ägande och kontroll grundar sig principal-agent teorin i problemet att aktieägarna (principalerna) bär risken medan befattningshavarna (agenterna) i företaget fattar besluten. Detta föranleder att befattningshavare i företaget, trots att de är anställda för att tillgodose aktieägarnas intressen, ibland sätter sina egna intressen framför aktieägarnas och som följd uppstår en intressekonflikt (Berk & DeMarzo, 2014). Denna intressekonflikt leder till så kallade agentkostnader som är oundvikliga i ett företag där principalerna inte har full kontroll över bolaget (Investopedia, i.d.). En sådan intressekonflikt kan exempelvis vara att aktieägarna vill ha maximal avkastning på sitt satsade kapital medan bolagsledningen vill att kapitalet stannar inom företaget och används för den fortsatta utvecklingen av verksamheten (Kim et al. 2010). Detta problem kan dock begränsas genom att bland annat knyta ledningens kompensation till aktieägarnas avkastning genom optionsprogram (Berk & DeMarzo, 2014). Då investerare generellt saknar insyn i bolaget kan principal-agent problemet leda till att investerare ifrågasätter om bolagsledningen verkligen använder företagets kapital på ett optimalt sätt. Om investerare är kritiska till det sätt ledningen förvaltar kapitalet kan det få negativa implikationer på hur investerare reagerar på nyheten om att bolaget avser att emittera nya aktier (ibid.).

3.2 Informationsasymmetri

Informationsasymmetri är ett begrepp som behandlats flitigt inom finansiell teori och som ofta används som förklaring till varför emitterande bolag underpresterar på börsen. Teorin bygger på att bolagsledningen, genom sin position i företaget, normalt besitter mer bolagsspecifik information än den övriga marknaden. Genom att undanhålla denna information från marknaden kan ledningen utnyttja sitt informationsövertag på bekostnad av andra marknadsaktörer (Dierkens, 1991).

En av de första studierna som behandlar informationsasymmetrin gjordes av George Akerlof (1970) som undersökte prissättningen på begagnade bilar och fann ett samband mellan priset på bilarna

och informationsfördelningen mellan köpare och säljare. Akerlof (1970) visade att om en säljare besitter privat information om kvaliteten på bilen kommer säljarens vilja att sälja bilen avslöja att bilen kan vara av sämre kvalitet. Detta leder till att köpare kräver ett rabatterat pris för att genomföra köpet (ibid.). Samma resonemang kan tillämpas på marknadens prissättning av nyemissioner då ett bolags vilja att emittera aktier kan tolkas som att bolaget har information som ännu inte kommit marknaden till känna. Precis som i bilexemplet kommer investerare då att kräva ett rabatterat pris på de emitterade aktierna för att skydda sig mot den upplevda informationsasymmetrin (Berk & DeMarzo, 2014). Denna rabatt utgör en kostnad för bolaget då det lägre priset innebär att emissionen inte genererar lika mycket kapital som annars vore möjligt. Hur nyemissioner påverkas av just informationsasymmetrin diskuteras i flertalet studier. Till exempel hävdar Kerr och Ozel (2015) att kostnaden för informationsasymmetri är högre vid emissionsfinansiering än vid skuldfinansiering eftersom värdet på eget kapital är mer känsligt för informationsasymmetri än lånat kapital. Andra studier visar att företag bör emittera aktier då informationsasymmetrin är så låg som möjligt i syfte att minimera emissionskostnaderna (Korajczyk, Lucas & McDonald, 1992). Författarna fastslår att den negativa aktieprisreaktionen till följd av en nyemission är som lägst om den sker omedelbart efter att bolaget släppt relevant information om verksamheten, till exempel i samband med att årsrapporten publiceras (ibid.). Detta kan således förklara varför det sker en negativ aktiekursreaktion då företag emitterar aktier och informationsasymmetrin är hög.

3.3 Signalteorin

Informationsasymmetrin mellan bolagsledning och aktieägare - företeelsen att ledningen innehar mer information om bolaget och dess verksamhet än marknaden i övrigt - resulterar i att marknaden agerar utifrån den information som bolaget låter komma allmänheten till känna. Då ledningen släpper information för att visa hur värdet på bolaget förändras över tid tolkas dessa signaler av olika intressenter som då kan bilda sig en uppfattning om hur bolagets framtid ser ut (Berk & DeMarzo, 2014, Van Horne & Wachowicz, 2005). Exempelvis anses ett bolags utdelningspolicy signalera vad ledningen anser om företagets framtidsutsikter. Om bolaget ökar vinstandelen som man delar ut till aktieägarna signalerar det att ledningen har en positiv syn på verksamheten och anser sig ha råd med den höjda utdelningen under en överskådlig framtid. Om bolaget däremot sänker utdelningen tolkas det som att ledningen tror att intäkterna kommer att sjunka framöver och bolaget behöver därför spara pengar (Berk & DeMarzo, 2014).

Signalteorin används i vissa studier för att förklara varför aktiemarknaden tenderar att reagera negativt på en nyemission. Barclay och Litzenberger (1988) menar att ledningen väljer att emittera aktier då de anser att bolaget är övervärderat och lånefinansierar verksamheten då det är undervärderat. Följden blir därför att aktiekursen faller vid en nyemission och stiger då bolaget lånefinansierar sig (ibid.). Anledningen till att marknaden ställer sig positiv till lånefinansiering är att det tolkas som en trovärdig signal om att verksamheten kommer att generera tillräckligt med kapital för att täcka de räntekostnader som lånet genererar (Ross, 1977). Barclay och Litzenberger (1988) menar vidare att då ett bolag emitterar aktier i syfte att finansiera en investering signalerar det att bolaget inte genererar tillräckligt med internt kapital för att ha råd med investeringen vilket investerare tolkar negativt.

3.4 Pecking-order teorin

Även pecking-order teorin grundar sig i den informationsasymmetri som uppstår mellan bolagsledning och aktieägare och beskriver hur företag bör finansiera sig med de medel som kostar minst. Myers (1984) rangordnar olika finansieringsalternativ och menar att företag, i syfte att vara kostnadseffektiva, i första hand bör använda internt genererat kapital för att finansiera verksamheten, därefter banklån och som sista alternativ emittera aktier. Anledningen till att externt kapital är dyrare än internt genererat kapital är dels på grund av den riskpremium investerare kräver som kompensation för informationsasymmetrin men också för att det är dyrt att anskaffa externt kapital på grund av transaktionskostnader. Internt genererat kapital innehåller däremot varken informationsasymmetri eller transaktionskostnader och är därför mer fördelaktigt ur ett kostnadsperspektiv (ibid.). Vidare säger teorin att även när externt kapital behövs bör företaget välja det billigaste finansieringsalternativet först. Banklån är ett billigare alternativ än emissioner enligt Myers som bland annat anger emissionskostnader, underprissättning och risk som anledningar till detta (ibid.). Myers menar att pecking-order teorin till stor del efterföljs i praktiken och hävdar att 66 % av alla investeringar finansierats med internt genererat kapital. I de fall externt kapital behövts för att finansiera investeringen utgjorde aktieemissioner endast cirka 6 % av dessa (ibid.).

Utifrån pecking-order teorin hävdar Majluf och Myers (1984) att bolag tenderar att emittera aktier då bolaget är övervärderat. Författarna menar att investerare är medvetna om detta och tolkar därför annonseringen av en nyemission som en signal att aktien är för högt värderad. Den efterföljande aktiekursutvecklingen blir således negativ som följd (ibid.).

3.5 Trade-off teorin

Trade-off teorin beskriver hur företag, genom att ställa för- och nackdelar mot varandra, väljer i vilken utsträckning kapitalstrukturen ska bestå av skulder respektive eget kapital (Kraus & Litzenberger, 1973). Fördelen med skuldfinansiering är att räntekostnaden för lån är avdragsgill vilket innebär att det beskattningsbara resultatet sjunker och därmed även bolagets skattekostnad (ibid.). En annan fördel med ökad belåning är att det minskar risken för olönsamma investeringar och att bolagsledningen använder företagets pengar i syfte att gynna sig själva. Detta eftersom lån genererar betalningsförpliktelser i form av räntor vilket anses disciplinera företagets kapitalanvändning. Ytterligare en fördel med hög skuldsättning är att det minskar agentkostnaderna som principal-agent teorin förklarar (Berk & DeMarzo, 2014). Teorin illustreras ofta i form av grafen nedan som visar vilken skuldsättningsgrad som maximerar bolagets värde (Myers, 1984).

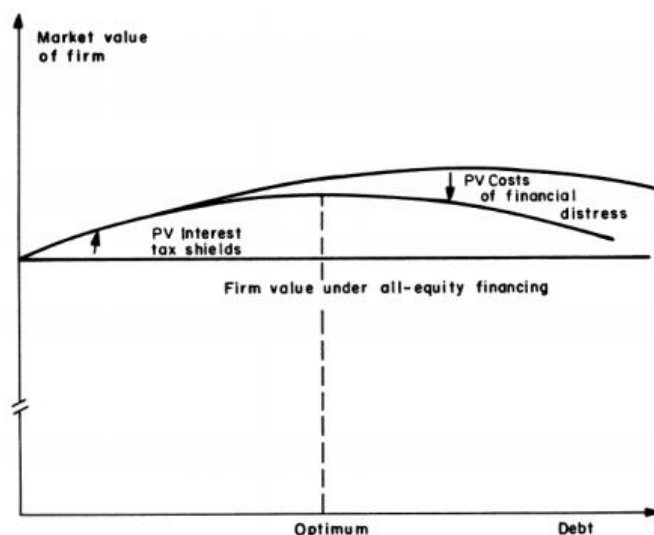


Diagram 3.1. Trade-off teorin (Myers, 1984)

När skuldsättningen når en alltför hög nivå, och nackdelarna börjar väga tyngre än fördelarna, bör bolaget istället välja att finansiera verksamheten med eget kapital. Fördelen med denna typ av finansiering är dels att den inte innehåller lika många restriktioner och krav som ett banklån men framförallt att kapitalet inte kan krävas tillbaka (Berk & DeMarzo, 2014).

3.6 Den optimistiska förväntanshypotesen

Då ett bolag annonserar att de avser att ta in nytt kapital genom en nyemission genererar det en optimism hos vissa investerare att bolaget kommer att förbättra sin verksamhet och bli mer lönsamma framöver. I takt med att bolagsspecifik information släpps och analyseras av marknaden förändras dock investerarnas förväntningar till det sämre och priset på bolagets aktie faller. Denna upprepade korrektion av förväntningarna och den efterföljande underprestationen hos det emitterande bolaget på börsen benämns som den optimistiska förväntanshypotesen (Brous, Datar & Kini, 2001). Begreppet myntades av Brous et al (2001) men företeelsen har länge använts som en förklaring till varför emitterande bolag underpresterar på börsen.

3.7 Tidigare forskning

“Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have” - Nicholas S. Majluf och Stewart C. Myers (1984)

Studien fokuserar på bolag som emitterar aktier med motivet att finansiera en investering. Majluf och Myers (1984) menar att bolagsledningen antas veta mer om det egna bolagets värde än potentiella investerare och att dessa investerare tolkar ledningens handlingar rationellt. Utifrån dessa antaganden utvecklar artikelförfattarna en modell som förklarar hur företag väljer att finansiera sin verksamhet. Studien visar (i likhet med pecking-order teorin) att företag som har positiva investeringsmöjligheter bör finansiera dessa med interna medel eller belåning. Vid de tillfällen då en nyemission istället används menar författarna att det signalerar till investerare att det tillskjutna kapitalet kommer att finansiera negativa investeringsmöjligheter. Detta leder i sin tur till att aktiepriset tenderar att falla då detta motiv till nyemissionen anges. Studien fastslår även att då företag tvingas ta in externt kapital i finansieringssyfte görs detta främst genom ökad belåning. Vid de tillfällen då företag emitterar aktier bör detta göras när informationsgapet mellan investerare och bolagsledning är så litet som möjligt.

“Announcement effects of new equity issues and the use of intraday price data” - Michael J. Barclay och Robert H. Litzenberger (1988)

Barclay och Litzenberger (1988) granskar hur aktiekursen påverkas under annonseringsdagen av en nyemission på den amerikanska aktiemarknaden under perioden 1981-1983. Studien som studerar kursutvecklingen under intradagen visar att den genomsnittliga avkastningen 15 minuter efter emissionsannonseringen är -1,3 % och -2,4 % tre timmar efter annonseringen.

Artikelförfattarna menar att huvudorsaken till detta fenomen är den informationsasymmetri som finns mellan bolagsledning och aktieägare. Dessutom säger artikeln att aktiekursen också utvecklas negativt timmen *innan* emissionsnyheten når marknaden. Författarna menar att detta beror på att emissionsnyheten inte når marknads investerare samtidigt och att det dessutom väcker frågor kring förekomsten av insiderhandel. Avslutningsvis fastslår artikelförfattarna att varken storleken eller motivet till nyemissionen hos de 303 emissioner som undersökts har någon statistisk signifikant effekt på kursutvecklingen.

"The New Issues Puzzle" - Tim Loughran och Jay R. Ritter (1995)

Ritter och Loughran (1995) utreder hur 3702 amerikanska börsnoterade bolag som genomfört en nyemission under perioden 1970-1990 har presterat under en femårsperiod jämfört med liknande bolag som inte emitterat aktier. Under perioden uppgick den genomsnittliga aktiekursutvecklingen för de emitterade bolagen till 7 % per år medan icke-emitterande bolag avkastade 15 % per år. Artikelförfattarna utreder också hur aktiekursen påverkats beroende om nyemissionen skett under en period med en hög frekvens av nyemissioner eller en låg frekvens. Slutsatsen blev att bolag som emitterar under perioder då det råder en hög nyemissionsaktivitet underpresterar stort, och bolag som emitterar under perioder då det sker få nyemissioner underpresterar nästan inte alls. Vidare menar artikelförfattarna att deras slutsatser påvisar att firmor utnyttjar så kallade "windows of opportunities" genom att emittera aktier då bolaget är övervärderat. De noterar att en stor andel av företagen i studien är högt värderade vid emissionstillfället men finner inget signifikant samband mellan bolagsvärderingen och abnormal avkastning.

"Underperformance in long-run stock returns following seasoned equity offerings" - Katherine D. Spiess och John Affleck-Graves (1995)

Spiess och Affleck-Graves (1995) studerar nyemissioner gjorda på den amerikanska aktiemarknaden och fastslår, i likhet med Loughran och Ritter (1995), att emitterade bolag presterar sämre på börsen än icke-emitterande bolag. Studien visar också att underprestationen på börsen är större för bolag med ett lågt börsvärde. Underprestationen hos mindre bolag var särskilt noterbart om företaget i fråga också var ungt. Vidare beskriver artikelförfattarna att de bolag som utfärdar konvertibla lån enbart uppvisar en abnormal negativ avkastning om emissionen sker under en period då det råder hög emissionsaktivitet på marknaden.

***"Use of the Proceeds and Long-term Performance of French SEO Firms"* - Pierre Jeanneret (2005)**

Studien behandlar emitterande bolag på den franska aktiemarknaden och analyserar särskilt hur det motiv som bolaget anger till nyemissionen påverkar aktiekursutvecklingen. Studien finner att bolag som anger investering som motiv underpresterar med 4-8 % relativt sitt index under de tre efterföljande åren medan bolag som anger generella åtaganden som motiv inte uppvisar någon abnormal avkastning alls. Studien finner inget samband mellan storleken på det emitterande bolaget och abnormal avkastning.

***"Seasoned Equity Offerings: What firms say, do, and how market reacts"* - Mark D. Walker och Keven Yost (2008)**

Walker och Yost (2008) analyserar i sin studie hur det bakomliggande motivet till en emission påverkar aktiekursen hos det emitterande bolaget samt om kapitalet som emissionen inbringar används till det som bolaget tidigare angivit. Studien finner att emitterande bolag uppvisar en negativ abnormal avkastning på -2,76 % två dagar efter annonseringen av en nyemission. Utifrån sitt urval på 438 företag konkluderar forskarna även att de bolag som angett ett specifikt motiv till emissionen tas bättre emot av marknaden medan vaga motiv tenderar att uppvisa en större abnormal negativ aktiekursutveckling. Artikelförfattarna menar att investerare tolkar ett vagt motiv negativt eftersom dessa förväntar sig att emissionslikviden kommer att användas till värdeförstörande investeringar. Om företaget istället anger ett tydligt motiv till nyemissionen kan marknaden lättare utvärdera det värde som emissionslikviden kommer att tillföra bolaget och bolagets aktie tenderar som följd att prestera bättre på börsen. Baserat på artikelns urval finner artikelförfattarna att investeringar ger den minst negativa kursreaktionen, följt av generella åtaganden och därefter återbetalning av skuld. Studien gjordes på företag som emitterade aktier under åren 1997-2000.

“Intended use of proceeds and the long-run performance of seasoned equity issuers” - Don M. Autore, David E. Bray, David R. Peterson (2008)

Autore et al (2008) utreder sambandet mellan motivet bakom nyemissioner genomförda på de amerikanska aktiemarknaderna 1997-2003 och bolagens efterföljande aktiekursutveckling. Artikeln fastslår att vid de tillfällen då rekapitalisering (vilket inkluderar återbetalning av skuld) eller generella åtaganden anges som motiv till nyemissionen uppvisar aktien en abnormal negativ avkastning på tre års sikt. När det förmedlade motivet istället är investeringar tenderar underprestationen att vara liten eller onoterbar. Författarna drar liknande slutsatser som Walker och Yost (2008) då de menar att motiv utan specifika investeringsavsikter tolkas negativt av marknaden relativt tydligt förmedlade investeringsmotiv. Författarna menar därför att det finns argument som talar för att bolag som uppger otydliga motiv till emissionen istället har ett dolt motiv att utnyttja att bolaget är övervärderat vid emissionstillfället. Vidare visar studien att emissionsstorleken varierade beroende på det bakomliggande motivet där emissionen var som störst då rekapitalisering eller generella åtaganden angetts som motiv.

“Behavioral and Rational Explanations of Stock Price Performance around SEOs: Evidence from a Decomposition of Market-to-Book Ratios” - Michael G. Hertzog och Zhi Li (2010)

I denna studie utreder Hertzog och Li (2010) om värdet på börsnoterade bolag har något samband med förekomsten av nyemissioner och om en hög bolagsvärdering leder till underprestation på börser. För att avgöra om ett bolag är övervärderat eller inte tittar författarna på market-to-book värdet där ett högt värde antingen indikerar att bolaget är övervärderat eller att marknaden anser att tillväxtpotentialen i bolaget är hög. Företag med höga tillväxtpotentialer visar sig använda emissionslikviden till att investera mer i tillgångar och FoU men avkastar inte sämre än marknaden i övrigt. I kontrast använder övervärderade bolag oftast emissionslikviden till att betala av befintliga banklån och/eller öka likviditeten i företaget och uppvisar också en sämre avkastning relativt marknaden. Författarna når slutsatsen att de mest övervärderade bolagen på tre års sikt efter genomförd nyemission uppvisar en abnormal avkastning på så mycket som -19 %. Artikelförfattarna summerar sina upptäckter med att konkludera att felaktiga bolagsvärderingar är en starkt bidragande faktor till att emitterande bolag underpresterar på börser.

“When do high stock returns trigger equity issues?” - Aydogan Alti och Johan Sulaeman (2012)

Alti och Sulaeman (2012) utreder i denna studie företeelsen att företag tenderar att emittera aktier efter perioder av positiv aktiekursutveckling. De finner att en sådan tajming endast sker om hög avkastning sammanfaller med starkt institutionell efterfrågan. Om en sådan typ av efterfrågan inte existerar har aktiekursutvecklingen liten påverkan på sannolikheten av en nyemission. Som kontrollvariabel inkluderar artikelförfattarna företagsålder (antal år sedan bolaget börsnoterades för första gången) och finner ett negativt samband mellan denna variabel och antalet institutionella ägare.

3.8 Annan relevant forskning

“Corporate Income Taxes and the Cost of Capital” - Franco Modigliani och Merton Miller (1963)

Modigliani och Miller (1963) menar i sin avhandling att den negativa kursreaktionen till följd av en nyemission paradoxalt nog kan förklaras av att skuldsättningsgraden sjunker. Författarna menar att detta beror på att en lägre skuldsättning kommer att minska skatteskolden och öka risken för olönsamma investeringar. Artikeln beskriver att storleken på nyemissionen kommer att vara direkt korrelerad till prisnedgång och om motivet också är återbetalning av skuld kommer det att sänka kursen ännu mer. Detta eftersom skuldsättningsgraden sänks mer vid skuldåterbetalning än om motivet exempelvis hade varit investeringar eller generella åtaganden.

“Is the Market Optimistic about the Future Earnings of Seasoned Equity Offering Firms?” - Peter A. Brous, Vinay Datar, and Omesh Kini (2001)

Brous et al (2001) menar att huvudorsaken till att emitterande bolag tenderar att underprestera på börsen beror på att investerare inledningsvis har alltför optimistiska förväntningar om bolagets framtida intäkter och aktiens underprestation uppstår då dessa förväntningar justeras ned över tid. Denna företeelse benämns som den optimistiska förväntanshypotesen (optimistic expectations hypothesis). För att testa om denna hypotes håller analyserar forskarna hur marknaden reagerar på de kvartalsrapporter som presenteras under en femårsperiod efter emissionstillfället. Slutsatsen av studien är att investerare generellt sett inte ser negativt på bolagens rapporterade resultat.

3.9 Sammanfattande tabell över tidigare forskning

Motiv	Tidigare studier	Land	Period	Metod	Kursreaktion
Investeringar	Myers & Mayluf (1984)	Okänt	3 dagar	Okänd	Negativ effekt
	Barclay & Litzenberger (1988)	USA	Intradag	CAR	Ingen effekt
	Jeanneret (2005)	FRA	3 år	CAR & BHAR	Negativ effekt
	Walker & Yost (2008)	USA	2 dagar	CAR	Negativ effekt
	Autore et al. (2008)	USA	3 år	BHAR	Onoterbar effekt
Återbetalning av skuld	Barclay & Litzenberger (1988)	USA	Intradag	CAR	Ingen effekt
	Autore et al. (2008)	USA	3 år	BHAR	Negativ effekt
	Walker & Yost (2008)	USA	2 dagar	CAR	Negativ effekt
Generella åtaganden	Myers & Mayluf (1984)	Okänt	3 dagar	Okänd	Negativ effekt
	Walker & Yost (2008)	USA	2 dagar	CAR	Negativ effekt
	Autore et al. (2008)	USA	3 år	BHAR	Negativ effekt
Andra variabler					
Börsvärde	Spiess & Affleck-Graves (1995)	USA	5 år	CAR	Positiv effekt
	Jeanneret (2005)	FRA	3 år	CAR & BHAR	Inget samband
Market-to-book	Laughran & Ritter (1995)	USA	5 år	BHAR	Ingen effekt
	Hertzel & Li (2010)	Globalt	3 år	RKRV	Negativ effekt
Emissionsstorlek	Barclay & Litzenberger (1988)	USA	Intradag	CAR	Ingen effekt
	Autore et al. (2008)	USA	3 år	BHAR	Ingen slutsats
Antal år på börsen	Alti & Sulaemon (2012)	USA	3 & 60 dagar, kvartal, 5 år	Fama-French	Ingen slutsats
	Spiess & Affleck-Graves (1995)	USA	5 år	CAR	Positiv effekt

Tabell 3.1. Sammanfattande tabell över tidigare forskning

Utifrån tabell 3.1 kan vi se att en klar majoritet av studierna är genomförda på den amerikanska aktiemarknaden. Den vanligast förekommande tidsperioden som dessa studier tittat på är tre respektive fem år, vilket innebär att de flesta av dessa studier är gjorda på längre tidsperioder än de vi avser att studera. CAR och BHAR utgör de metoder som använts flitigast i den tidigare forskningen. Baserat på dessa tidigare studier kan vi generellt se att annonseringen av en nyemission, oavsett emissionsmotiv, leder till en negativ kursreaktion på både kort (2-3 dagar) och lång sikt (3-5 år). Forskningen tycks även ha svårt att påvisa ett samband mellan kursreaktionen och andra förklarande variabler, då man i flera fall inte finner något samband eller någon kurseffekt. Baserat på tabellen kan man dock se att ett högt börsvärde och om ett bolag funnits på börsen en längre tid har det en positiv effekt på aktiekursutvecklingen medan ett högt market-to-book värde har en negativ effekt på aktiekursutvecklingen.

3.10 Kritik mot tidigare studier

Ingen av de tidigare studier som behandlas i denna uppsats behandlar den svenska marknaden och merparten av studierna är gjorda på den amerikanska marknaden. Detta kan leda till att det resultat som vår studie genererar avviker från vad tidigare studier kommit fram till. Eftersom den vanligaste emissionstypen på den amerikanska marknaden är allmänna emissioner medan företrädesemissioner nästan uteslutande används i Sverige kan även detta leda till att resultatet skiljer sig mellan länderna.

En viktig teori för denna uppsats är pecking-order teorin som förklarar hur företag bör välja att finansiera sin verksamhet. Enligt teorin kommer företag att undvika att finansiera verksamheten med emissioner eftersom det genererar onödiga kostnader för företaget vilket indikerar att nyemissioner borde vara ett ganska ovanligt sätt att finansiera verksamheten. Trots detta visar studier att nyemissioner är en tämligen vanlig finansieringskälla (Fama & French, 2005) vilket går emot vad pecking-order teorin säger. Även om kritik riktats mot teorin inkluderas den i vår studie eftersom den flitigt används i studier och läroböcker inom finansläran.

Även principal-agent teorin har kritiserats av forskare som menar att det i flera fall existerar mer än en enskild principal i en principal-agent relation. Om det förekommer flera principaler och dessa har olika intressen och incitament sinsemellan menar Waterman och Meier (1998) att det inte spelar någon roll om man knyter ledningens kompensation till aktieägarna genom olika incitamentsprogram. Med andra ord anses principal-agent teorin generalisera ägarsituationen i ett aktiebolag och relationen mellan dess aktieägare och ledning.

Kritik har även riktas mot de studier som analyserar den abnormala aktiekursutvecklingen på lång sikt såsom Loughran och Ritter (1995). Fama (1998) menar att avvikande avkastning under en allt för lång tidsperiod kan bero på andra faktorer som inte nödvändigtvis kan relateras till det specifika eventet, i detta fall emissionsannonseringen. Därför finns det anledning att ifrågasätta om resultaten från dessa långsiktiga studier är tillförlitliga.

3.11 Hypotesformulering

I enlighet med tidigare studier såsom Barclay och Litzemberger (1988) och Walker och Yost (2008) har vi valt att dela in emissionsmotiven i tre grupper: investeringar, återbetalning av skuld och generella åtaganden. Baserat på presenterade tidigare forskning som sammanställts i avsnitt 3.7

formuleras de hypoteser som vi avser att testa. Det bör påpekas att det i forskningssammanställningen framgår att det inte alltid råder konsensus mellan studiernas slutsats kring emissionsmotivens effekt på aktiekursutvecklingen.

Hypotes (I) grundar sig i att Walker och Yost (2008) med flera finner att emitterande bolag underpresterar på börsen jämfört med icke-emitterande bolag. Följande hypotes har därför formulerats för att undersöka om så är fallet även på den svenska marknaden eller om en positiv abnormal avkastning föreligger:

Hypotes (I)

Det finns ett samband mellan annonseringen av en nyemission och abnormal avkastning

Hypotes (II) baseras på resultaten som Majluf och Myers (1984), Jeanneret (2005) samt Walker och Yost (2008) finner då ett emitterande bolag anger investeringar som motiv. Dessa författare finner att investeringsmotivet har en effekt på aktiekursen och därför formuleras följande hypotes:

Hypotes (II)

Det finns ett samband mellan emissionsmotivet investeringar och abnormal avkastning

Hypotes (III) formuleras utifrån Autore et al. (2008) och Walker och Yost (2008) som finner att emissionsmotivet återbetalning av skuld har en påverkan på aktiekursen för emitterande bolag. Därför formuleras följande hypotes:

Hypotes (III)

Det finns ett samband mellan emissionsmotivet återbetalning av skuld och abnormal avkastning

Hypotes (IV) utgår från resultaten som Majluf och Myers (1984), Walker och Yost (2008) samt Autore et al. (2008) finner hos bolag som anger ett generellt motiv då de annonserar om nyemission. Studierna visar ett samband mellan detta emissionsmotiv och den abnormala avkastningen och därför formuleras följande hypotes:

Hypotes (IV)

Det finns ett samband mellan emissionsmotivet generella åtaganden och abnormal avkastning

KAPITEL 4. METOD

I detta kapitel förklaras studiens forskningsansats samt den undersökningsmetod som använts. Vidare beskrivs datainsamlingen, genomförandet av studien samt de modellantaganden vi gjort. Kapitlet avslutas med en reflektion över studiens validitet och reliabilitet.

4.1 Forskningsansats

Uppsatsen har som syfte att undersöka om det förekommer abnormala aktiekursreaktioner under studiens tre olika tidsperioder då ett bolag annonserar om nyemission och om den abnormala aktiekursreaktionen isåfall skiljer sig beroende på emissionsmotiv. Studien antar en kvantitativ metod där vi använder statistiska modeller för att mäta sambandet mellan den beroende och de förklarande variabler vi undersöker (Lundahl & Skärvad, 1999). Vår studie antar en deduktiv ansats, dock med vissa subjektiva tolkningar, vilket innebär att hypoteser formuleras utifrån relevanta teorier och tidigare forskning där hypoteserna sedan testas empiriskt (Losee, 2001). Hypoteserna har legat till grund för vårt val av statistiska metoder och haft en viktig roll i arbetets uppbyggnad när den testats mot verkligheten genom observationer. Vid denna typ av metod blir resultatet att man antingen bekräftar eller förkastar hypotesen. (Lundahl och Skärvad, 1999). Den deduktiva arbetsprocessen sammanfattas i följande figur:

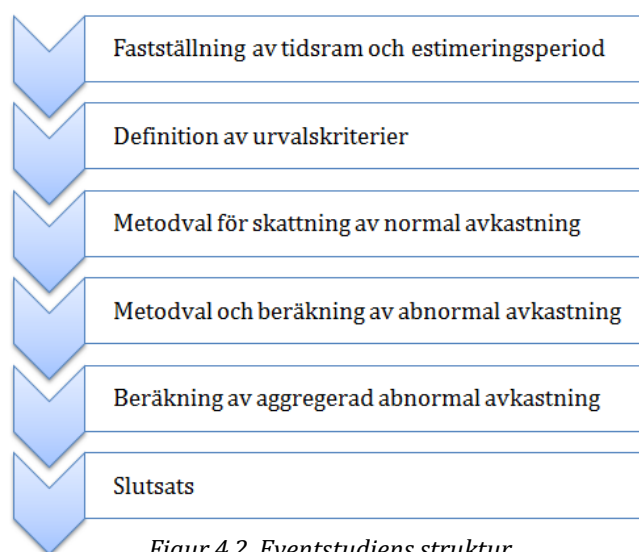


Figur 4.1. Den deduktiva arbetsprocessen

4.2 Eventstudie

MacKinlay (1997) beskriver hur en eventstudie kan användas för att mäta hur en specifik händelse påverkar värdet på ett företag. Detta görs genom att studera data från den finansiella marknaden och analysera hur eventet reflekteras i aktiepriset. MacKinlay (1997) presenterar en generell struktur som ofta följs vid eventstudier och som även kan appliceras på vår studie. Denna process inleds med att definiera vilken tidsperiod som är intressant för det aktuella eventet och formulera de urvalskriterier som avgör vilka företag som inkluderas i studien. Nästa steg utgörs av att fastställa den modell som ska användas för att mäta den förväntade avkastningen hos aktien. Därefter bestäms en estimeringsperiod som omfattar den mätperiod som den förväntade avkastningen ska baseras på. Genom att beräkna den förväntade avkastningen gentemot en vald

referensportfölj kan den abnormala avkastningen fastställas. Slutligen slås avkastningen samman till en aggregerad avkastning för att kunna dra en slutsats om hur avkastningen har påverkats av eventet (ibid.). Eventstudien kommer att baseras på en modifierad modell av MacKinleys struktur, vilket summeras enligt nedanstående figur.



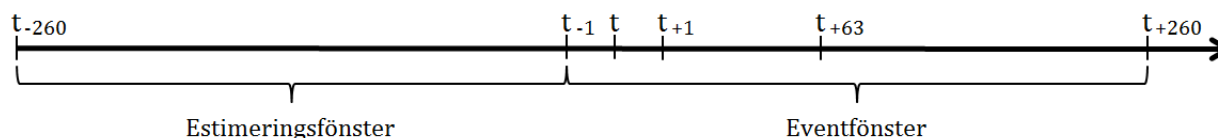
Figur 4.2. Eventstudiens struktur

4.2.1 Fastställning av tidsram och estimeringsperiod

Som nämns i frågeformuleringen avser studien att analysera den abnormala aktieavkastningen under tre tidsperioder: kort, medellång och lång sikt. Anledningen till att vi väljer att använda oss av fler än en tidsperiod är att vi anser att det ger en bättre bild av hur aktiekursen utvecklar sig efter en nyemission på den svenska marknaden och om resultaten är konsekventa under flera tidsperioder. Två av de tidsperioder vi använt oss av (kort sikt och medellång sikt) utgår från den tidigare forskning som presenteras i kapitel 3. Kort sikt definieras i vår studie som en handelsdag efter det att bolaget annonserar om att de tänker genomföra en nyemission. Anledningen till att vi finner denna tidsperiod intressant är att vi vill mäta hur aktiekursen utvecklar sig initialt på annonseringen av en nyemission då handeln i aktien generellt är onormalt hög (Barclay & Litzenberger, 1988). Medellång sikt definieras i likhet med Alti och Sulaemon (2012) som ett kvartal. Denna tidsperiod inkluderas eftersom den initiala handelsfrekvensen som kom av nyemissionen då borde ha klingat av. Eftersom bolagen i vår studie inte alltid ger ut ett prospekt i samband med emissionsannonseringen täcker detta intervall dessutom det mer utförliga prospekt som senare ges ut och som ännu inte hunnit komma investerare till känna efter enbart en handelsdag. Detta prospekt ger investerare mer information att ta ställning till än det initiala pressmeddelande som först når investerare då en nyemission annonseras. Slutligen definieras lång

sikt som ett år. Denna tidsperiod har använts eftersom investerare då hunnit ta del av flertalet finansiella bolagsrapporter i vilka det framgår hur företaget förvaltat emissionslikviden. Dessutom anses en alltför lång tidsperiod öka risken för att kurspåverkande händelser som inte kan relateras till nyemissionen inkluderas (Fama, 1998). Detta är det primära skälet till att vi frångått tidigare forskning som ofta mäter aktieavkastningen på tre eller fem års sikt.

Enligt MacKinlay (1997) ska en estimeringsperiod, vilket vanligtvis utgörs av ett "börsår" på 260 börsdagar, fastställas i syfte att kunna bilda sig en uppfattning om hur aktien beter sig under normala förhållanden. Denna period följs av ett eventfönster då själva nyemissionen äger rum och sätts enligt praxis till en period som är större än själva händelseförloppet (ibid.). Detta fångar upp prisförändringar före händelsen, som beror på eventuellt läckage av bolagsspecifik information, och efter händelsen vilket gör att fler investerare kunnat ta del av emissionsannonseringen (ibid.). För att på bästa sätt fånga in marknadens reaktion på annonseringen av en nyemission sträcker sig således vårt eventfönster från en dag före annonseringen (t_{-1}) till de tidpunkter vi avser mäta, vilket är en dag (t_{+1}), ett kvartal (t_{+63}) samt ett år (t_{+260}). Tidsramen för studien illustreras i figur 4.3.



Figur 4.3. Eventstudiens tidsram

4.2.2 Definition av urvalskriterier

Studiens urval och avgränsningar baseras på ett antal urvalskriterier. För att ett företag ska inkluderas i studien måste de uppfylla följande kriterier:

- ❖ Bolaget ska vara noterat på Nasdaq OMX Stockholm minst ett år innan och ett år efter nyemissionsannonseringen.
- ❖ Endast kontanta nyemissioner med företrädesrätt för befintliga aktieägare inkluderas.
- ❖ Nyemissioner som för ett enskilt företag skett med ett tätare intervall än ett år exkluderas.
- ❖ Nyemissionen ska ha skett mellan åren 2007 och 2014.

I studien har vi valt att inkludera bolag noterade på small, mid och large cap på Nasdaq OMX Stockholm och exkludera alternativa börser såsom First North. Detta eftersom vi bedömer att börserna i olika avseenden skiljer sig åt vilket hade kunnat leda till ett snedvridet resultat. Undersökningen har för avsikt att behandla flera olika marknadsförhållanden och därför analyseras nyemissioner gjorda under åren 2007-2014, vilket inkluderar både bra och dåliga år på börserna. Studien omfattar således denna tidsperiod för att möjliggöra en analys givet olika marknadsförhållanden och på så ge en bra helhetsbild.

Undersökningen innefattar endast kontanta företrädesemissioner då detta är det vanligast förekommande emissionsförfarandet på den svenska marknaden (Beckman et al., 2012). I syfte att förhindra en snedvridning av resultatet har vi valt att exkludera alla andra typer av emissioner såsom apportemissioner och allmänna emissioner. Vi bedömer att företrädesemissioner är det optimala analysobjektet för vår typ av undersökning eftersom dessa ger den mest renodlade kursreaktionen då utspädningseffekten uteblir om samtliga aktier tecknas av befintliga aktieägare (Berk & DeMarzo, 2014). Uppsatsen begränsar sig till nyemissioner gjorda av bolag som varit noterade i minst ett år och således exkluderas nyemissioner som gjorts i samband med börsintroduktioner. Vidare har vi valt att ej inkludera nyemissioner som på ett års sikt föregås eller efter ett år följs av ytterligare en nyemission för att förhindra att de enskilda emissionerna påverkar varandra. För att förenkla studiens datainsamling samt tolkning av resultat, på grund av studiens begränsade tidsperiod, så har författarna förutsatt att alla teckningsrätter som delas ut vid nyemissionerna fulltecknas av de befintliga aktieägarna. Detta resulterar i att vi antagit att det inte sker någon utspädningseffekt i samband med genomförd nyemission. Ytterligare begränsningar som författarna har valt är att endast analysera emissioner av stamaktier och ej preferensaktier. Detta eftersom preferensaktier innehar andra egenskaper än stamaktier (Berk & DeMarzo, 2014) vilket gör att de uppvisar en annan aktiekursutveckling och är således inte jämförbara. Vissa prospekt kunde inte hittas, varken hos Finansinspektionen eller från andra källor, och därför har vi valt att exkludera dessa nyemissioner. Denna typ av bortfall var dock begränsad. En komplett lista över de bolag som inkluderats i denna studie presenteras i bilaga 1.

4.2.2.1 Bortfall och urval

Finansinspektionen registrerade sammanlagt 861 nyemissioner på samtliga reglerade marknader i Sverige under perioden 2007-2014 och av dessa genomfördes 295 emissioner på Nasdaq OMX Stockholm. Baserat på studiens urvalskriterier uppgår vårt urval till 89 emissioner. Bortfallet för den här studien uppgår således till 206 emissioner (69,8%) av totalt 295 emissioner. Nedan presenteras en tabell av hur bortfallet för vår studie fördelat sig. Majoriteten av bortfallet representeras av bolag som varit noterade på en annan lista än Nasdaq OMX Stockholms large, mid och small cap ("fel lista") eller inte varit noterade alls ("ej noterade"). Tillsammans utgör dessa båda grupper en klar majoritet av de nyemissioner som uteslutits i denna studie. I gruppen "andra anledningar" inkluderas apportemissioner, konvertibellån, förvärv med aktiebetalning, riktade emissioner eller emissioner där tillräcklig data inte hittats. I bortfallsgruppen "frekvens" inkluderas de bolag vars nyemissioner skett inom ett år från bolagets senaste nyemission. Läsaren bör också vara medveten om att vissa nyemissioner kvalar in i flera bortfallsgrupper men har av praktiska skäl endast inkluderats i en bortfallsgrupp.

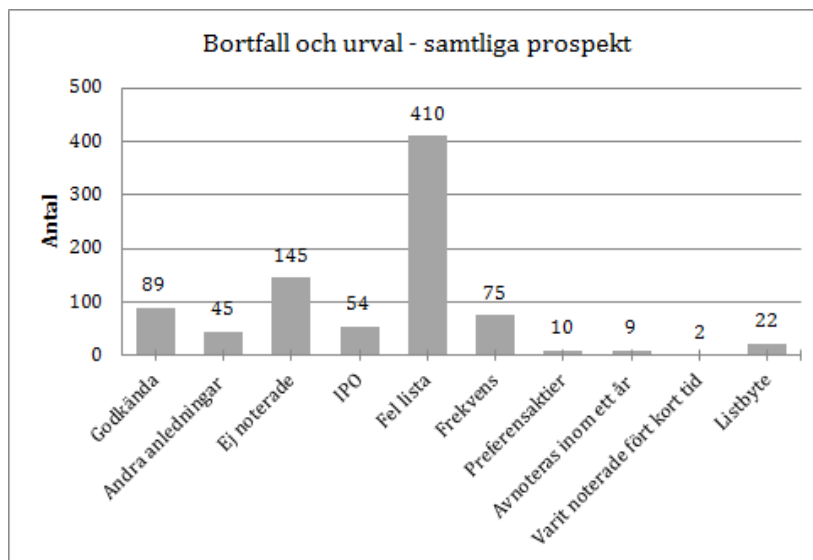


Diagram 4.1. Bortfallsfördelning uppdelat efter orsak.

4.2.3 Metodval för skattning av normal avkastning

Enligt MacKinlay (1997) definieras normal avkastning som den förväntade avkastningen hos en aktie om det specifika eventet inte äger rum. Det finns två modeller för beräkning av normal avkastning: den statistiska och den ekonomiska modellen. Den statistiska modellen bygger på statistiska antaganden om aktiens utveckling och tar inte hänsyn till ekonomiska faktorer vilket den

ekonomiska modellen gör. Valet faller på den statistiska modellen som är av mer generaliserande karaktär och har ett beräkningssätt som baseras på skillnaden mellan avkastningen hos en aktie och en referensportfölj. Den statistiska modell som används är marknadsmodellen, där en stabil linjär relation mellan aktien och marknadsportföljen antas (ibid.). Den referensportfölj som har använts för skattningen av den förväntade avkastningen är OMX Stockholm PI (OMXSPI) vilken väger samman värdet på alla aktier som är noterade på Stockholmsbörsen (Nasdaq, i.d.). Detta index anser vi därför vara representativt för marknaden och utgör därför referensportföljen för vår studie. Vidare menar MacKinlay (1997) att marknadsmodellen har en fördel i att den justerar för prisförändringar som beror på variationer i marknads avkastning och därav reduceras variationen i den abnormala avkastningen. Den förväntade avkastningen beräknas som:

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

där

$E(R_{it})$ = Förväntad avkastning för aktie (i) dag (t)

α_i = Alphavärde för aktie (i)

β_i = Betavärde för aktie (i)

R_{mt} = Avkastning för marknadsindex (m) dag (t)

ε_{it} = Residual för aktie (i) dag (t)

Dessa uträkningar har genomförts i Excel där beta (β) beskriver hur aktiepriset rör sig relativt marknadsindexet och alphavärdet (α) visar hur den faktiska aktieavkastningen förhåller sig till den teoretiska avkastningen. Aktiens residual (ε) visar avvikelser från "best fitting line" (Berk & DeMarzo, 2014).

4.2.4 Metodval och beräkning av abnormal avkastning

Genom att studera den abnormala avkastningen menar MacKinlay (1997) att det går att identifiera avkastningen som beror på en specifik händelse. Med hjälp av data om hur aktiekursen rör sig innan annonseringsdatumet kan vi se vilken förväntad avkastning aktien har och på så sätt avgöra om det förekommer någon abnormal avkastning efter annonseringstillfället. Den abnormala avkastningen beräknas som skillnaden mellan den faktiska avkastningen och den förväntade avkastningen (ibid.).

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

där

AR_{it} = Abnormal avkastning för aktie (i) dag (t)

R_{it} = Den faktiska avkastningen för aktie (i) dag (t)

$E(R_{it})$ = Den förväntade avkastningen för aktie (i) dag (t)

Vi vill även beräkna den genomsnittliga abnormala avkastningen för att se hur den genomsnittliga avkastningen utvecklar sig per dag. Brooks (2014) anger följande formel:

$$AAR_{it} = \frac{1}{N} \sum AR_{it}$$

där

AAR_{it} = Genomsnittlig abnormal avkastning för aktie (i) dag (t)

AR_{it} = Abnormal avkastning för aktie (i) dag (t)

N = Antal dagar

Den tidigare forskning som presenterats i uppsatsens teoriavsnitt nämner fyra olika metoder i sina studier: CAR, BHAR, RKVK och Fama-French-modellen. Det finns även studier som använder Jensens alpha för att beräkna abnormal avkastning, men då den tidigare forskning som vi valt att fokusera på inte nämner denna metod har vi valt att exkludera den från vårt metodavsnitt. RKVK är en egenutvecklad metod för att beräkna abnormal avkastning som Hertzal och Li (2010) använder sig av. Då denna metod endast använts i en av de forskningsartiklar som presenterats i teoriavsnittet kommer inte någon vidare förklaring ges av RKVK-metoden.

Fama-French-modellen tar sats i att en enskild faktor, marknadsrisken, inte själv kan förklara aktiekursutvecklingen. Fama-French-modellen omfattar därför ett flertal faktorer som förklarar den abnormala avkastningen på aktiemarknaden och utgörs av en faktorbaserad modell som består av regressioner av de ingående faktorerna. Dessa innefattar skillnaden i avkastning mellan små och stora bolag, skillnaden i avkastning hos bolag med högt respektive lågt bokfört värde i förhållande till marknadsvärdet samt marknadens riskpremie (Brooks, 2014). *BHAR* står för *buy-and-hold-return* och är en alternativ metod för att beräkna den abnormala avkastningen under eventfönstret. Denna metod beräknar avkastningen som skillnaden i avkastning hos det enskilda företaget mot ett referensföretag eller en referensportfölj (Barber och Lyon, 1997). *CAR*, som står för *cumulative abnormal returns* beräknas genom att summera den abnormala avkastningen under en vald period (Brooks, 2014). *CAR* och *BHAR* är av de studier som granskats de mest använda metoderna vilket gör att fokus ligger på dessa när metodvalet görs.

Skillnaden mellan *BHAR* och *CAR* är att *BHAR* använder sig av en geometrisk metod medan *CAR* använder sig av en aritmetisk metod, därmed tillåter *BHAR* sammanslagning vilket inte är fallet för *CAR* (Brooks, 2014). Med anledning av detta anser exempelvis Barber and Lyon (1997) att *BHAR* bättre avspeglar investerarens faktiska avkastning. Fama (1998) menar dock att *BHAR* snedvrider datan på grund av sammanslagningen och därför är *CAR* mer användbart. Fama (1998) hävdar även att när man mäter kortare tidsperioder kan det vara svårt att urskilja någon abnormal avkastning och *CAR* är därför att föredra då *CAR* överdriver resultatet mer än *BHAR*. Eftersom volatiliteten i aktierna i regel är högre än volatiliteten för marknadsindex kommer *CAR* att anta ett högre värde än *BHAR* när *BHAR* är lika med eller lägre än 0, vilket beror på att *CAR* baseras på en kumulativ abnormal avkastning (Barber & Lyon, 1997). Eftersom *CAR* beräknas med en kumulativ metod genererar den färre statistiska problem än *BHAR*. Problemet med *CAR* är dock att metoden tenderar att övervärdera den abnormala avkastningen på grund av att man ackumulerar avkastningen. Det resulterar i att avkastningen som beräknas inte är den korrekta avkastningen för en investerare som håller tillgången under en längre tid. *BHAR* visar den faktiska avkastningen men tenderar att överdriva underprestationer (ibid.).

Sammantaget faller valet på *CAR* eftersom vår studie omfattar en relativt sett kort tidsperiod vilket gör att *CAR* på ett tydligare sätt kan visa om det föreligger en abnormal avkastning under våra tre eventfönster. Dessutom använder Barclay och Litzenberger (1988) och Walker och Yost (2008),

studier som vår uppsats till stor del utgått ifrån, denna metod vilket gör att vi anser det vara befogat att göra detsamma.

4.2.5 Beräkning av aggregerad abnormal avkastning

I denna uppsats har vi valt att använda oss av kumulativ abnormal avkastning (CAR) för att genomföra vår studie. Enligt MacKinlay (1997) ska den abnormala avkastningen summeras för att få med alla aspekter av den valda perioden. CAR beräknas genom att summera den abnormala avkastningen för varje tidsenhet under tidsperioden, t (ibid.):

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

där

$CAR_i(t_1, t_2)$ = Kumulativ abnormal avkastning för aktien (i) dag t_1 till t_2 .

AR_{it} = Den abnormala avkastningen för aktien i under perioden t .

Vi kommer utöver detta att beräkna den kumulativa genomsnittliga abnormala avkastningen (CAAR). Aggregeringen sker i två dimensioner, över aktier och över tid, vilket möjliggör en analys över en multipel period av eventfönster. CAAR är därför lämpligt att använda vid en hypotesprövning genom ett t-test (MacKinlay, 1997). CAAR beräknas enligt Brooks (2014) som:

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

där

$CAAR(t_1, t_2)$ = Kumulativ genomsnittlig abnormal avkastning för tidsperioden t_1 till t_2

$CAR(t_1, t_2)$ = De ingående företagens kumulativa abnormala avkastning för tidsperioden t_1 till t_2 .

N = Antal företag

4.3 Datainsamling

Empiriskt underlag för studien består av sekundärdata (Lundahl och Skärvad, 1999) som primärt insamlats från Finansinspektionens prospektregister samt Skatteverket. Prospektregistret har använts till fastställande av antalet gjorda nyemissioner under perioden samt insamlingen av prospekt. Utifrån prospekten har vi undersökt vilka de bakomliggande motiven varit, vad

emissionsbeloppen uppgått till samt vilken typ av emission det rört sig om. Skatteverket har använts till att se vilken marknadsplats respektive bolag har varit noterad på vid emissionstillfället. Den information som presenteras i studiens teoretiska del är hämtad från relevanta forskningsartiklar och litteratur som på olika sätt berör det område som vår studie behandlar. Business Source Complete och LUBSearch (Lunds Universitets biblioteks databas) har används vid insamlandet av dessa forskningsartiklar.

Historisk data kring kursutvecklingen för de bolag som inkluderas i studien samt data kring hur marknadsindex utvecklats har hämtats från Thomson Reuters Datastream. Datastream har även används vid insamlandet av annan bolagsspecifik information och nyckeltal såsom market-to-book och börsvärde. Annonseringsdatum för nyemissionerna har hämtats från Thomson Reuters Eikon och datumen har sedan jämförts med data från Cision i syfte att säkerställa datumen. Informationen i undersökningen är huvudsakligen hämtad från statliga organisationer, forskningsartiklar publicerade i vetenskapliga tidsskrifter samt Datastream och med anledning av detta anses informationen vara tillförlitlig.

4.4 Motivindelning

Kategoriseringen av emissionsmotiven baseras främst på Walker och Yosts studie (2008) som delar upp motiven i generella motiv, skuldreducering och investering. Vi har valt att benämna våra motiv som investeringar, återbetalning av skuld och generella åtaganden.

- ❖ I kategorin *investeringar* inkluderas de företag som avser att använda emissionslikviden till att genomföra bolagsförvärv eller andra specifika verksamhetsinvesteringar.
- ❖ I kategorin *återbetalning av skuld* inkluderas de företag som avser att använda emissionslikviden till att återbetala befintliga lån.
- ❖ I kategorin *generella åtaganden* inkluderas de företag som inte specifikt anger vad emissionslikviden ska användas till.

I de fall som fler än ett bakomliggande motiv anges placeras företaget i den grupp som den största delen av emissionslikviden avses användas till. I de fåtal fall då det inte framgår hur emissionslikviden fördelas mellan motiven har företaget placerats efter det motiv som först presenteras i prospektet.

Läsaren bör vara medveten om att tolkningen av prospektet och de bakomliggande motiven är subjektiv och kan således påverka resultatet. I syfte att minimera subjektiviteten har vi kategoriserat samtliga nyemissioner i samråd med varandra och med stöd av tidigare studier som behandlar vårt ämne. Att indelningen av motiv till viss del är subjektiv väcker också frågan om enskilda investerare skulle göra samma bedömning och kategorisering av motiven som vi gjort i denna studie. I syfte att exemplifiera för läsaren hur motiv återges i prospektet visas i bilaga 2 exempel på prospekt som inkluderats i vårt urval. Bilagorna utgör endast ett utdrag av prospektet och inkluderar bara det avsnitt som behandlar vad emissionslikviden avses användas till.

4.5 Statistisk metod

4.5.1 T-test

Enligt Barber och Lyon (1997) kan ett t-test användas i eventstudier för att undersöka om den kumulativa genomsnittliga abnormala avkastningen (CAAR) är lika med noll i ett urval bestående av n antal företag. Baserat på detta kommer ett tvåsidigt t-test att genomföras under samtliga eventfönster för att utreda om annonseringen av en nyemission leder till en statistiskt säkerställd abnormal aktiekursreaktion. Ett t-test kommer även genomföras på respektive motiv för att se om det föreligger någon abnormal avkastning för de enskilda motiven. Centrala gränsvärdesatsen hävdar att om ett tillräckligt stort stickprov föreligger i studien så kommer medelvärdet av en stokastisk variabel vara approximativt normalfördelad oavsett om den underliggande variabeln är normalfördelad eller ej. Vad som anses vara ett stort stickprov varierar beroende på hur den underliggande fördelningen av abnormal avkastning på aktierna ser ut vid tidpunkten t . Eftersom vi inte vet den korrekta populationsvariansen kommer hypotesprövningen baseras på den t -fördelning som erhålls av vår studies urvalsvariens (Westerlund, 2005).

För att beräkna t -värdet i t -testen kommer vi att använda följande formel (Barber och Lyon 1997):

$$t_{CAR} = \frac{CAAR_{it}}{\sqrt{\sigma^2(CAR_{it})/N}}$$

Då CAAR utgör medelvärdet av CAR kommer t-testen att baseras på CAAR i enlighet med Barber och Lyon (1997). Signifikansnivån för testet kommer att sättas till 5 %-nivån då detta anses vara en allmänt accepterad nivå där signifikansnivån tolkas som den nivå då nollhypotesen förkastas (Brooks, 2014).

4.5.2 Hypotesprövning

Eftersom t-testen syftar till att mäta om det förekommer någon statistiskt säkerställd abnormal avkastning vid annonseringen av en nyemission samt om varje enskilt emissionsmotiv resulterar i en abnormal avkastning så kommer ett t-test att genomföras. Om ett t-test påvisar ett p-värde under 0,05 (5 %) så förkastas nollhypotesen (H_0) vilket tolkas som att man med minst 95 % säkerhet kan bevisa att en abnormal avkastning föreligger. Följande nollhypoteser formuleras för studien:

Hypotes (I)

H_0 : Det existerar inte ett samband mellan annonseringen av en nyemission och abnormal avkastning = 0

H_1 : Det existerar ett samband mellan annonseringen av en nyemission och abnormal avkastning $\neq 0$

Investering (INVEST)

I gruppen INVEST inkluderas de företag som angett investering eller förvärv som bakomliggande motiv till nyemissionen.

Hypotes (II)

H_0 : Det existerar inte ett samband mellan INVEST och abnormal avkastning = 0

H_1 : Det existerar ett samband mellan INVEST och abnormal avkastning $\neq 0$

Återbetalning av skuld (SKULD)

I gruppen SKULD inkluderas de företag som angett skuldåterbetalning som bakomliggande motiv till nyemissionen.

Hypotes (III)

H_0 : Det existerar inte ett samband mellan SKULD och abnormal avkastning = 0

H_1 : Det existerar ett samband mellan SKULD och abnormal avkastning $\neq 0$

Generella åtaganden (GENERELL)

I gruppen GENERELL inkluderas de företag som angett rörelsekapital, rekapitalisering eller förstärkning av finansiell ställning som bakomliggande motiv till nyemissionen. I gruppen inkluderas även de företag som angett ett så pass vagt motiv att annan kategorisering ej ansetts möjlig.

Hypotes (IV)

H_0 : Det existerar inte ett samband mellan GENERELL och abnormal avkastning = 0

H_1 : Det existerar ett samband mellan GENERELL och abnormal avkastning $\neq 0$

4.5.3 Regression

Utöver t-testen kommer även regressionsanalyser att genomföras under samtliga eventfönster. Medan t-testen undersöker om det föreligger någon statistiskt säkerställd abnormal avkastning så används regressionsanalyserna till att påvisa i vilken grad de förklarande variablerna (emissionsmotiven) påverkar den beroende variabeln (CAR) relativt varandra. Regressionsanalyserna har genomförts i programmet Eviews där de ingående koefficienterna analyseras genom OLS-metoden där summan av de kvadrerade residualerna minimeras genom metodens skattning av koefficienterna (Brooks, 2014). Anledningen till att residualerna kvadreras är att okvadrerade positiva och negativa residualer tar ut varandra, men genom en kvadrering blir alla residualer positiva och tar därmed inte ut varandra. Således grundar sig OLS i att hitta den optimala linjen för residualerna vilket sedan genererar analysen där residualerna skiljer sig från regressionslinjen (ibid.).

4.5.3.1 Antaganden

Ett antal antaganden om datan som ska ingå i regressionen måste vara uppfyllda för att uppnå effektiva skattningar i en klassisk linjär regressionsanalys, som är analog med den multipla regressionsmodellen (Westerlund, 2005):

- ❖ Den beroende variabeln ska kunna uttryckas som en linjär funktion genom ett intercept, en förklarande variabel x_i och slump termen e_i , vilket innebär att den underliggande datan är linjär och kan beskrivas enligt ekvationen $y_i = \beta_1 + \beta_2 x_i + e_i$ (ibid.).

- ❖ Slumftermen, e_i , har ett förväntat värde lika med 0, $E(e_i) = 0$, vilket innebär att feltermerna kring regressionslinjen är slumpmässiga och i genomsnitt lika med 0 (ibid.).
- ❖ Variansen i feltermerna ska vara konstant, $\text{var}(e_i) = \sigma^2$ för alla i . Antagandet innebär att osäkerheten kring spridningen av observationerna runt sitt medelvärde är densamma för varje värde på x_i . Vidare innebär detta att variansen inte beror på det värde som x_i antar eller någon annan faktor. Feltermerna sägs då vara *homoskedastiska*. Om variationen hos den beroende variabeln ökar eller sjunker i förhållande till de förklarande faktorerna sägs feltermerna vara *heteroskedastiska* (ibid.). Om heteroskedasticitet föreligger kommer OLS-estimatorn inte längre ha lägst varians och är därför inte den optimala modellen. Detta innebär att vi inte kan testa hypoteserna eftersom modellen då ger en skev statistisk bild (ibid.).
- ❖ Feltermerna är linjärt oberoende av varandra, $\text{cov}(e_i, e_j) = 0$ om $i \neq j$, vilket betyder att stickprovet är slumpmässigt framtaget, alltså att varje enskild observation i stickprovet kan ses som oberoende i förhållande till alla andra observationer. Antagandet säger därmed att kovariansen mellan feltermerna över tid är lika med 0, vilket innebär att feltermerna är okorrelerade med varandra (ibid.). Om de skulle vara korrelerade med varandra över tid leder det till *autokorrelation* (Brooks, 2014).
- ❖ De förklarande variablerna är inte slumpmässiga och ingen enskild förklarande variabel kan skrivas som en linjär kombination av de andra förklarande variablerna. Om antagandet inte uppfylls kan *multikolinjäritet* uppstå där flera variabler beror av varandra. Det blir då svårt att separera i vilken grad de individuella regressionsvariablerna påverkar den beroende variabeln (Westerlund, 2005).
- ❖ Antagandet om normalfördelning innebär att ingående variabler ska vara identisk fördelade och oberoende av varandra. Detta är dock inte alltid nödvändigt och antaganden kan därför uttryckas som att feltermerna inte behöver vara normalfördelade fullt ut (ibid.).

4.5.3.2 Validitet

För att säkerställa regressionens validitet testas heteroskedasticitet, multikolinjäritet och normalitet. Vidare kommer vissa av de förklarande variablerna att logaritmeras för att regressionsmodellen ska anta en linjär form, vilket möjliggör normalfördelningsantaganden hos residualerna (Brooks, 2014).

Heteroskedasticitet testas genom ett *whites-test* som avgör om variansen är konstant eller inte. Whites-test kännetecknas bland annat av att den kan användas för att finna alla typer av heteroskedasticitet och därför anses det vara mer generellt än andra tester (Westerlund, 2005). Detta kompletteras sedan med ett liknande test, kallat Breush, Pagan-Godfrey-test, i syfte att säkerställa att det inte förekommer någon heteroskedasticitet. Om heteroskedasticitet föreligger korrigeras regressionen med white-funktion i Eviews, vilket gör att OLS-metoden också kan användas om heteroskedasticitet finns (Brooks, 2014).

Regressionsmodellen testas också för multikolinjäritet genom *Variance Inflation Factor (VIF)* som är ett korrelationstest. Detta kompletteras med en korrelationsmatris som visar hur de ingående variablerna korrelerar med varandra. Multikolinjäritet kan förekomma vid en multipelregression där flera förklarande variabler systematiskt beror på varandra. Det blir då svårt att separera effekten av de individuella parametrarna i regressionen (Westerlund, 2005). Om VIF-värdet antar ett värde lägre än 10 antas variablerna inte vara multikolinjära i vår studie vilket exemplifieras av Westerlund (2005) och en tumregel är att korrelationen mellan variablerna inte ska vara större än +/- 0,8 i korrelationsmatrisen (ibid.). Vidare testas normalfördelningen genom ett Bera-Jarque-test som undersöker residualernas skevhet och toppighet, vilket indikerar om residualerna stämmer överrens med antagandet om normalfördelning (Brooks, 2014).

4.5.3.3 R² och justerat R²

För att analysera hur väl regressionsmodellens förklarande variabler förklarar den beroende variabeln används ett mått som beskriver hur väl regressionslinjen passar in på residualerna (Brooks, 2014). Det vanligaste måttet för att beskriva detta är R², vilket är ett mått som visar hur mycket av variationen av den beroende variabeln som kan förklaras av de förklarande variablerna. Detta innebär att det är önskvärt att ha ett så högt R² som möjligt (ibid.). Dock har R² sina begränsningar eftersom värdet aldrig faller när fler förklarande variabler läggs in i regressionen. R² värdet ökar alltid i samband med att man lägger på en förklarande variabel i modellen och det blir

därför svårt att avgöra ifall en variabel tillför något till regressionsanalysen. På grund av detta problem analyseras istället det justerade R^2 -värdet som tar de förlorade frihetsgraderna i beräkning som uppstår när man lägger till ytterligare variabler. Således används justerat R^2 för att bestämma om en variabel ska inkluderas i modellen eller inte (ibid.).

4.5.3.4 Beroende variabel

Den beroende variabeln är den variabel som de förklarande variablerna i en regressionsanalys ämnar att förklara (Brooks, 2014). I vår studie utgörs den beroende variabeln av företagens kumulativa abnormala avkastning (CAR).

4.5.3.5 Dummy-variabler

Emissionsmotiven är kvalitativa variabler och går således inte att mäta kvantitativt (Brook, 2014). Motiven kommer därför att utgöra så kallade dummy-variabler i regressionsanalyserna, vilket innebär att dessa variabler antingen antar värdet 1 eller 0. När ett visst emissionsmotiv föreligger antar det motivet värdet 1 och på motsvarande sätt antar det värdet 0 om motivet inte föreligger. De tre motivgrupperna översätts till två dummy-variabler i regressionsanalyserna eftersom antalet dummy-variabler som kan ingå i en regressionsanalys beräknas som: antal kategorier - 1, vilket beror på multikolinjäritetsproblemet (ibid.). Detta eliminerar *dummy variable trap* problemet, som innebär att dummy-variablerna blir perfekt korrelerade med varandra och regressionen kan då inte tolka till vilken grad dummy-variablerna påverkar den beroende variabeln. Vi har valt att exkludera dummy-variabeln återbetalning av skuld i samtliga regressioner vilket gör att återbetalning av skuld kommer att utgöra interceptet i regressionen som övriga dummy-variabler kommer att förhålla sig till (ibid.).

4.5.3.6 Kontrollvariabler

I syfte att öka förklaringsgraden, testa robustheten i regressionsmodellen och minimera risken för att dra felaktiga slutsatser om sambandet mellan emissionsmotiv och kursutveckling inkluderas även kontrollvariabler i regressionsanalyserna (Westerlund, 2005). De kontrollvariabler som valts är sådana som i tidigare studier använts som förklaringar till emitterade bolags utveckling på börserna. Notera att kontrollvariabeln skuldsättningsgrad inte inkluderats i den sammanfattande tabellen i avsnitt 3.7. Detta då skuldsättningsgraden inte använts som en kontrollvariabel i någon av de tidigare studier som vi presenterat i kapitel 3.

Börsvärde

Det finns forskning som tyder på att småbolag i högre utsträckning underpresterar på börsen gentemot stora bolag efter genomförd nyemission. Med anledning av detta förväntar vi oss ett positivt samband mellan ett högt börsvärde och abnormal avkastning (Brav et al, 2000, Spiess & Affleck-Graves, 1995). Däremot finner Jeanneret (2005) inget signifikant samband mellan bolagets storlek och abnormal avkastning. Med anledning av dessa meningsskiljaktigheter är det intressant att utreda huruvida företags börsvärde påverkar avkastningen för bolagen som inkluderats i denna studie. Börsvärdet beräknas som antal utestående aktier multiplicerat med aktiekursen innan emissionsannonseringen (Berk & DeMarzo, 2014).

Market-to-book

Ett företags market-to-book-kvot (M/B) beskriver hur bolagets bokförda värde skiljer sig mot marknadens värdering av bolaget. Ett M/B-värde större än ett innebär att marknadsvärdet av bolaget överstiger det bokförda värdet och måttet används ofta för att avgöra om ett bolag är övervärderat (Berk & DeMarzo, 2014). Många studier har gjorts kring hur bolagets värdering påverkar investerares inställning till nyemissionen. Exempelvis fastslår Hertzl och Li (2010) att det finns ett negativt samband mellan M/B och abnormal avkastning och studien visar att felaktiga bolagsvärderingar är en starkt bidragande faktor till denna underprestation. Även Autore et al. (2008) diskuterar denna tendens och argumenterar för att bolag med otydliga emissionsmotiv enbart ämnar att utnyttja att bolaget är övervärderat vid emissionstillfället.

Relativ emissionsstorlek

Jeanneret (2005) har studerat hur emissionsstorleken i förhållande till bolagets börsvärde påverkar avkastningen på börsen. Enligt Jeanneret (2005) var den relativa emissionsstorleken på den franska aktiemarknaden i genomsnitt 40 % vilket kan jämföras med den genomsnittliga emissionsstorleken för vårt urval som uppgick till 45,1 % av bolagens börsvärde vid annonseringstillfället. Även Autore et al. (2008) har studerat betydelsen av emissionens relativa storlek och studien fastslår att emissionsstorleken berodde på det bakomliggande motivet till nyemissionen. Vid rekapitalisering och investeringar som bakomliggande motiv tenderade emissionen att vara större än om förstärkning av finansiell ställning angetts som motiv. Då Barclay och Litzenberger (1988) finner att emissionsstorleken saknar effekt på den abnormal avkastningen och Autore et al. (2008) inte drar några slutsatser kring denna variabel är det svårt att vetenskapligt förankra vilket samband vi förväntar oss att finna mellan emissionsbeloppet och den abnormal avkastningen.

Antal år på börsen

Antalet år på börsen utgår från det datum då bolaget först noterats på en börshandlad lista till och med det datum bolaget annonserar om sin avsikt att emittera aktier. Hur länge ett bolag varit noterat är av intresse då forskare menar att mindre bolagsspecifik information är tillgänglig om yngre bolag relativt äldre. Detta leder till ett större informationsövertag mot marknaden för yngre bolag än äldre bolag (Hyytinen & Pajarinen, 2007). Alti och Sulaemon (2012) kunde inte dra någon slutsats om antalet år på börsen påverkade den abnormala avkastningen men Spiess och Affleck-Graves (1995) fann att ett ungt bolag tenderar att underprestera på börsen efter genomförd nyemission.

Skuldsättningsgrad

Skuldsättningsgraden beskriver hur mycket skulder ett företag har i förhållande till totalt kapital (skulder/ totalt kapital). Vi har valt att använda oss av denna kontrollvariabel eftersom Modigliani och Miller (1963) har studerat bolags utveckling på börsen efter genomförd nyemission och kommit fram till att aktiekursutvecklingen kommer att vara negativ vid en nyemission oavsett motiv. Detta eftersom det är skuldreduktionen i sig som orsakar en värdeminskningen av bolaget. En minskad skuldsättningsgrad resulterar i en värdeminskning av bolaget eftersom det minskar bolagets skattesköld och ökar risken för olönsamma investeringar av bolagsledningen.

4.5.3.7 Regressionsmodell

Regressionsmodellen består sammantaget av 8 förklarande variabler. Flera regressionsanalyser kommer att genomföras under samtliga eventfönster och detta syftar till att testa hur robust den fullständiga modellen är. Den fullständiga modellen ställs matematiskt upp enligt:

$$\hat{Y} = \beta_0 + \beta_1 D_1 + \beta_2 D_2 + \beta_3 \ln X_1 + \beta_4 \ln X_2 + \beta_5 \ln X_3 + \beta_6 \ln X_4 + \beta_7 X_5$$

där

\hat{Y} = Beroende variabel, kumulativ abnormal avkastning (CAR)

β_0 = Interceptet som utgörs av den uteslutna dummy-variabeln (återbetalning av skuld)

D_1 = Dummy-variabel som antar värdet 1 om generell, annars 0

D_2 = Dummy-variabel som antar värdet 1 om investeringar, annars 0

$\ln X_1$ = Naturliga logaritmen av det enskilda företags market-to-book kvot

$\ln X_2$ = Naturliga logaritmen av den relativa emissionsstorleken sett till börsvärdet

$\ln X_3$ = Naturliga logaritmen av det enskilda företags börsvärde

$\ln X_4$ = Naturliga logaritmen av antalet år som det enskilda företaget funnits på börsen

X_5 = Skuldsättningsgraden hos ett företag

4.6 Metodkritik

Som tidigare nämnts så menar Fama (1998) att CAR är den bästa metoden att använda på kort sikt då det kan vara svårt att få fram abnormal avkastning med hjälp av BHAR-metoden eftersom den underskattar den abnormala avkastningen. Då CAR använder sig av en aritmetisk metod vid beräkning av den abnormala avkastningen medför detta att ju längre fram i eventfönstret vi kommer desto mer kommer vårt resultat att skilja från den faktiska abnormala avkastningen. Enligt CAR kommer nämligen en aktie inte uppvisa någon värdeförändring om den sjunker i värde med 10 % en dag och sedan ökar med 10 % dagen därpå. Faktum är att investeraren har förlorat pengar i detta scenario eftersom värdet på aktien faktiskt har minskat. Detta är något som BHAR metoden tar hänsyn till vilket gör BHAR till en mer lämplig metod då man studerar aktiekursutveckling på lång sikt. Det ska dock påpekas att några av de studier som presenterats i uppsatsens teoridel använt sig av CAR även på 3-5 års sikt.

Man skulle kunna argumentera för att använda CAR på kort och medellång sikt och BHAR på lång sikt. Detta skulle dock medföra att vi hade fått olika resultat under våra eventfönster vilket i sin tur hade försvårat jämförelsen mellan de olika mätperioderna. Vi har därför valt att endast inkludera CAR i studien.

Då Fama (1998) menar att ett långt eventfönster ökar risken för att fler störande faktorer påverkar aktiekursutvecklingen kan det vara svårt att dra några generella slutsatser baserat på resultaten under eventfönstren ett kvartal och ett år.

Vi väljer att använda indexet OMXPI som referens när vi beräknar den förväntade avkastningen för aktierna. Ett jämförelseindex är något som forskare såsom exempelvis Walker and Yost (2008) använt sig av i sina studier för beräkning av den abnormala avkastningen medan andra använder sig av matchande företag (Autore et al. 2008). Beroende på vad man väljer för referensportfölj så kommer aktierna att få olika förväntade avkastningar och därmed också olika abnormala avkastningar.

I denna studie har vi antagit att samtliga teckningsrätter har utnyttjats av redan befintliga ägare. Detta är ett generaliserande antagande som inte nödvändigtvis speglar verkligheten vilket innebär att en viss utspädningseffekt kan ha ägt rum vid de nyemissioner som denna studie inkluderar.

KAPITEL 5 - RESULTAT

I detta kapitel presenteras studiens resultat som utgör grunden för vår analys. Inledningsvis behandlas deskriptiv statistik av kontrollvariabler vilket följs av en sammanställning av den abnormala avkastningen. Avslutningsvis presenteras resultatet från hypotesprövningen samt regressionsanalyserna.

5.1 Statistik

Antalet emissioner i vår studie är någorlunda jämt fördelat kring genomsnittet om 11 emissioner under tidsperioden med undantag för året efter finanskrisen 2009 då 22 nyemissioner ingår i urvalet. Vi ser att generella åtaganden utgör ungefär hälften av samtliga emissionsmotiv under perioden. Motivet skuldåterbetalning utgörs av 27 observationer och motivet investeringar består av 18 observationer och innehåller således minst antal observationer av motivgrupperna.

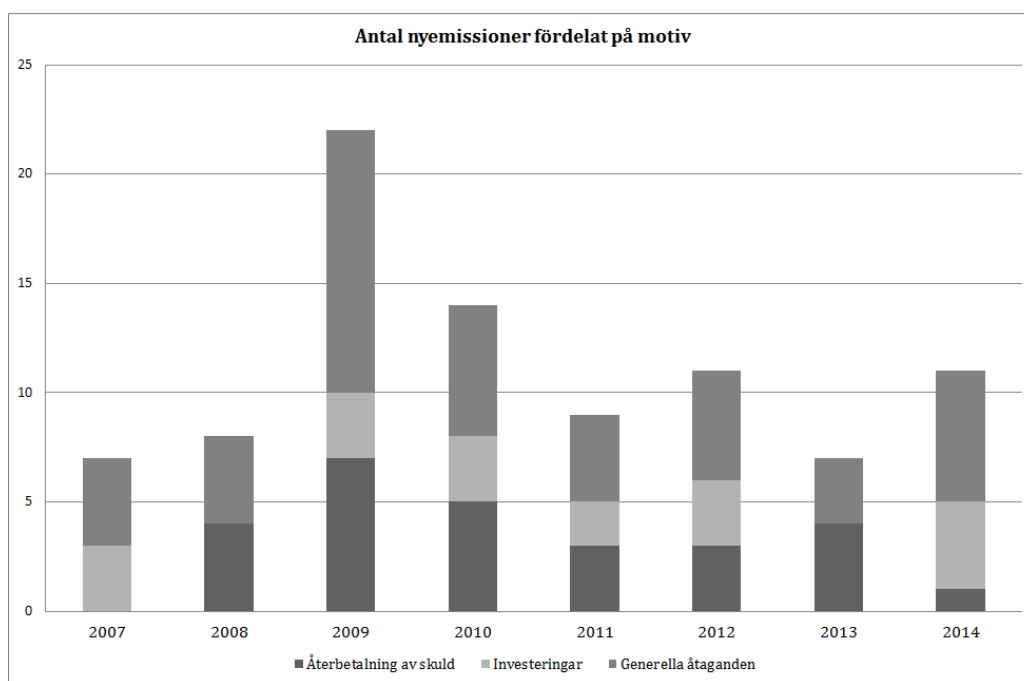


Diagram 5.1. Antal nyemissioner fördelat på motiv

Utifrån tabell 5.1 kan vi observera en stor skillnad i de faktiska emissionsbeloppen då dessa sträcker sig från 12,5 MSEK till 29674 MSEK. Det vida spannet förklarar den stora diskrepansen mellan medelvärde och median för denna variabel. Market-to-book värdet i vårt urval är i genomsnitt 2,8 med en median på 0,98 vilket innebär att minst hälften av bolagen inte är övervärderade vid emissionstillfället. Vi kan också se att det råder stor skillnad mellan bolagens börsvärde vid

emissionstillfället och även det relativa emissionsbeloppet skiljer sig mycket åt mellan bolagen. Skuldsättningsgraden för bolagen i studien tycks vara normalfördelad och varierar mellan 0 % - 90 %. Avslutningsvis har de bolagen som inkluderats i vår studie i genomsnitt varit noterade i 12 år vid emissionstillfället. Urvalet täcker bolag som varit noterade på börsen mellan 1 och 30 år.

Statistik - Kontrollvariabler				
Variabel	Medel	Median	Min	Max
Emissionsbelopp (MSEK)	1199,7	231,0	12,5	29674,0
Market-to-book	2,80	0,98	0,22	53,4
Börsvärde (MSEK)	4578,0	843,8	23,7	133905,5
Relativt emissionsbelopp	45,1 %	30,2 %	4,6 %	276,2 %
Skuldsättningsgrad	33,6 %	34,3 %	0 %	89,9 %
Antal år på börsen	11,7	10,0	1,0	30,0

Tabell 5.1. Deskriptiv statistik över samtliga kontrollvariabler

5.2.1 Abnormal avkastning oberoende av motiv

I syfte att få en bild över den abnormala avkastningen efter annonseringen av en nyemission presenteras den genomsnittliga abnormala avkastningen (AAR) och den kumulativa abnormala avkastningen (CAR) för samtliga bolag och tidsperioder som ingått i vårt urval oberoende av emissionsmotiv.

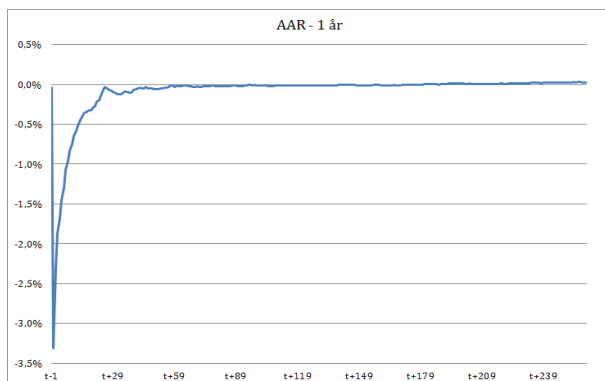


Diagram 5.2. Utvecklingen av den genomsnittliga abnormala avkastningen (AAR) på ett års sikt

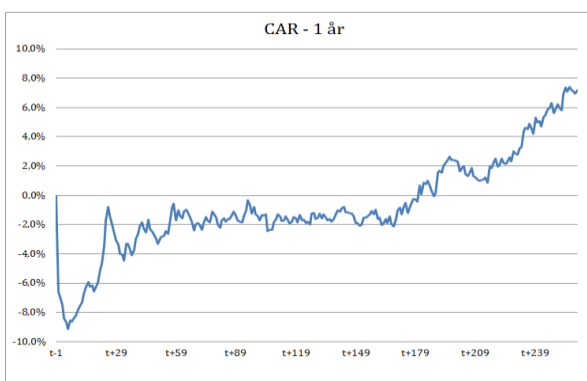


Diagram 5.3 Utvecklingen av den kumulativa abnormala avkastningen (CAR) på ett års sikt.

I diagram 5.2 framgår hur AAR sett ut på ett års sikt för de bolag som inkluderats i studien. Det framgår tydligt att den genomsnittliga abnormala avkastningen är negativ och som störst genast efter annonseringen av en nyemission och att effekten i stort sett har avtagit helt efter 30 börsdagar. Genom att studera diagram 5.3 kan vi se att CAR faller kraftigt under den första börsveckan efter

emissionsannonseringen för att sedan stiga och fluktuera mellan 0 och -2 %. På längre sikt stiger CAR och uppvisar vid slutet av året en positiv abnormal avkastning på 7,2 %. På en dags sikt uppgår CAR till -6,9 % och till -1,1 % efter ett kvartal.

5.2.2 Abnormal avkastning fördelat på motiv

För att utreda hur varje enskilt emissionsmotiv har presterat har genomsnittlig abnormal avkastning (AAR) och kumulativ abnormal avkastning (CAR) beräknats för respektive motiv. AAR-tabellerna visar hur den genomsnittliga abnormala avkastningen per dag ändras med tiden medan CAR-tabellerna visar hur företagens kumulativa abnormala avkastning ser ut över perioderna.

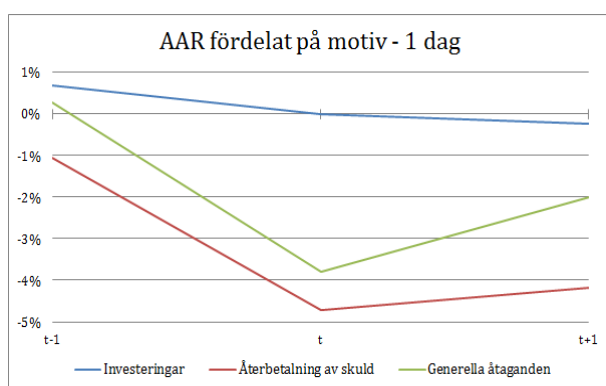


Diagram 5.4. Utvecklingen av den genomsnittliga abnormala avkastningen (AAR) på en dags sikt.

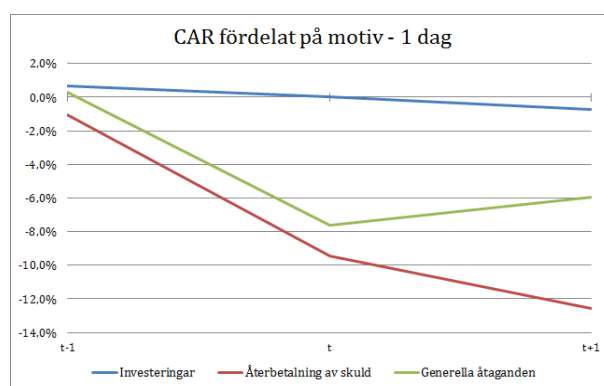


Diagram 5.5. Utvecklingen av den kumulativa abnormala avkastningen (CAR) på en dags sikt

Utifrån diagram 5.4 kan vi se att motiven återbetalning av skuld och generella åtaganden orsakar en genomsnittlig abnormal avkastning (AAR) på -4,7 % respektive -3,8 % under eventdagen (t) medan motivet investeringar inte förorsakar någon abnormal avkastning alls. Dagen efter annonseringen av en nyemission ($t+1$) har återbetalning av skuld genererat en kumulativ abnormal avkastning (CAR) om -12,6 % medan generella åtaganden har resulterat i -6,0 %, vilket illustreras i diagram 5.5. Motivets investeringar leder till en negativ kumulativ abnormal avkastning om -0,7 % under samma period.

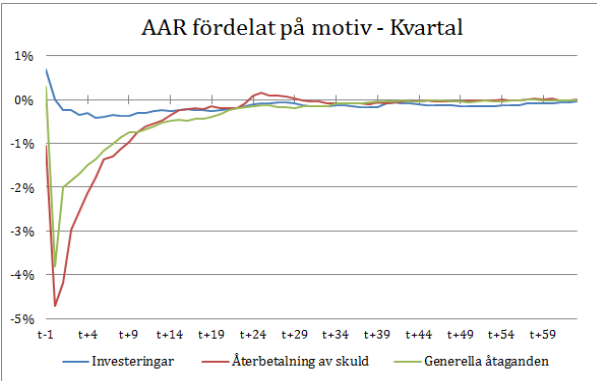


Diagram 5.6. Utvecklingen av den genomsnittliga abnormala avkastningen (AAR) på ett kvartals sikt

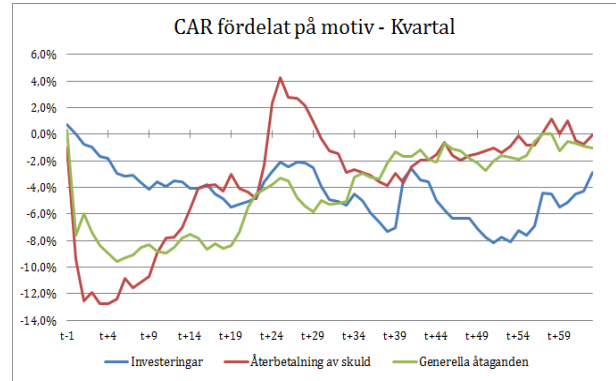


Diagram 5.7. Utvecklingen av den kumulativa abnormala avkastningen (CAR) på ett kvartals sikt

I diagram 5.6 framgår att den genomsnittliga abnormala avkastningen (AAR) nästintill upphört vid t_{+30} för samtliga motivgrupper. Noterbart är att AAR för återbetalning av skuld och generella åtaganden är som mest negativ på annonseringsdagen och efter en börsvecka för investeringar. Genom att studera diagram 5.7 kan vi se att motivgruppen återbetalning av skuld visar den största nedgången initialt innan den återhämtar sig och uppvisar en oförändrad CAR efter ett kvartal. Även motivgruppen generella åtaganden uppvisar en initial negativ reaktion innan den återhämtar sig och summerar en nedgång om -1,1 % under perioden. CAR för investeringar faller i långsammare takt än de andra motivgrupperna men uppvisar ändå den mest negativa utvecklingen efter ett kvartal med -2,9 %.

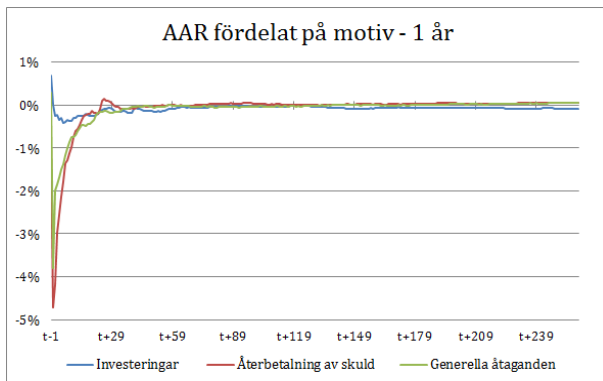


Diagram 5.8. Utvecklingen av den genomsnittliga abnormala avkastningen (AAR) på ett års sikt

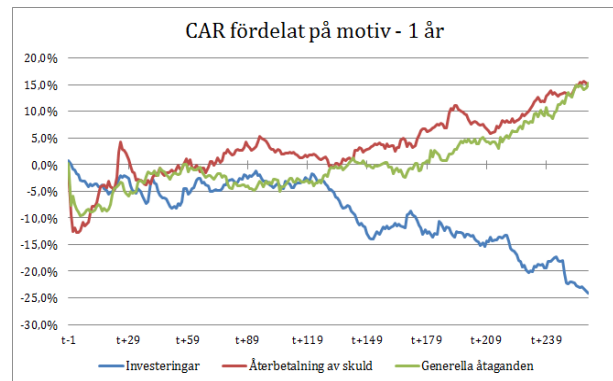


Diagram 5.9. Utvecklingen av den kumulativa abnormala avkastningen (CAR) på ett års sikt

Även på längre sikt än ett kvartal kan vi i diagram 5.8 se att AAR fortsätter att hålla sig kring 0%. I diagram 5.9 framgår att den positiva trenden för återbetalning av skuld och generella åtaganden förstärks på ett års sikt och de båda motivgrupperna uppvisar en CAR kring 15 % efter ett år. Emellertid är CAR-utvecklingen för investeringar negativ från och med t_{+122} och efter ett år uppgår nedgången till -24,1 %.

För att presentera en sammanfattande bild av den abnormala avkastningen under studiens tre tidsperioder framgår utfallen för respektive tidsperiod fördelat på motiv och mätmetod i tabell 5.2.

AAR och CAR – Utfall under eventfönster					
	t-1	t	t+1 (1 dag)	t+63 (Kvartal)	t+260 (1 år)
AAR					
Investeringar	0,7 %	0,01 %	-0,2 %	-0,04 %	-0,1 %
Återbetalning av skuld	-1,1 %	-4,7 %	-4,2 %	0,0 %	0,1 %
Generella åtaganden	0,3%	-3,8 %	-2,0 %	-0,02%	0,06%
CAR					
Investeringar	0,7 %	0,0 %	-0,7 %	-2,9 %	-24,1 %
Återbetalning av skuld	-1,1 %	-9,4 %	-12,6 %	-0,0 %	14,7 %
Generella åtaganden	0,3 %	-7,6 %	-6,0 %	-1,1 %	15,3 %

Tabell 5.2. Sammanfattande tabell över genomsnittlig abnormal avkastning (AAR) och kumulativ abnormal avkastning (CAR) under studiens eventfönster.

5.3 Hypotesprövning

I tabell 5.3 presenteras de olika t-tester som genomförts på samtliga eventfönster i syfte att besvara om annonseringen av en nyemission leder till en abnormal aktiekursutveckling under våra tre tidsperioder och om det bakomliggande emissionsmotivet isåfall kan förklara detta. T-testen testar om den kumulativa genomsnittliga abnormala avkastningen statistiskt skiljer sig från noll.

T-test – 1 dag

	n	Mean CAR	Std.avvikelse	t-värde	p-värde
CAR	89	-0,069	0,174	-3,742***	0,0003***
CAR INVEST	18	-0,007	0,123	-0,252	0,8041
CAR SKULD	27	-0,126	0,220	-2,968***	0,0062***
CAR GENERELL	44	-0,060	0,152	-2,601**	0,0126**

* = $p < 10\%$ ** = $p < 5\%$ *** = $p < 1\%$

T-test – Kvartal

	n	Mean CAR	Std.avvikelse	t-värde	p-värde
CAR	89	-0,011	0,309	-0,341	0,734
CAR INVEST	18	-0,029	0,202	-0,605	0,553
CAR SKULD	27	0,000	0,335	-0,005	0,996
CAR GENERELL	44	-0,011	0,333	-0,211	0,834

* = $p < 10\%$ ** = $p < 5\%$ *** = $p < 1\%$

T-test – 1 år

	n	Mean CAR	Std.avvikelse	t-värde	p-värde
CAR	89	0,072	0,774	0,873	0,385
CAR INVEST	18	-0,241	0,529	-1,928*	0,070*
CAR SKULD	27	0,147	0,688	1,113	0,276
CAR GENERELL	44	0,153	0,882	1,150	0,257

* = $p < 10\%$ ** = $p < 5\%$ *** = $p < 1\%$

Tabell 5.3. T-test av kumulativ genomsnittlig abnormal avkastning (Mean CAR = CAAR) för studiens tre eventfönster.

Testet påvisar att annonseringen av en nyemission leder till en statistiskt säkerställd abnormal avkastning på kort sikt. Emellertid finns inget signifikant samband på medellång och lång sikt. Vidare ser vi att investeringar inte påvisar någon signifikans på en dags sikt medan de båda andra motiven gör det. Detta gör att vi kan förkasta nollhypotesen för motiven generella åtaganden och skuldåterbetalning men inte för investeringar på kort sikt. Under ett kvartal påvisar inget av motiven statistisk signifikans på 5 %-nivån vilket gör att ingen av nollhypoteserna kan förkastas. Slutligen påvisar inte heller något av motiven statistisk signifikans på 5 %-nivån på ett års sikt. Däremot visar motivet investeringar en statistisk signifikans på 10 %-nivån. Men då vi tidigare valt att förkasta nollhypoteserna om de understiger ett p-värde på 0,05 så kan denna nollhypotes inte förkastas. Utfallet från t-testen visar att:

- (1) **Hypotes (I)**. H_0 accepteras på medellång och lång sikt och förkastas på kort sikt. Således är det statistiskt säkerställt att annonseringen av en nyemission genererar en abnormal aktieavkastning på kort sikt men inte på övriga perioder.
- (2) **Hypotes (II)**. H_0 accepteras på kort, medellång och långsikt. Vi kan därför inte påvisa att emissionsmotivet investeringar leder till en abnormal aktieavkastning under något av våra eventfönster.
- (3) **Hypotes (III)**. H_0 accepteras på medellång och lång sikt och förkastas på kort sikt. Således är det statistiskt säkerställt att emissionsmotivet återbetalning av skuld genererar en abnormal aktieavkastning på kort sikt.
- (4) **Hypotes (IV)**. H_0 accepteras på medellång och lång sikt och förkastas på kort sikt. Det är därför statistiskt säkerställt att emissionsmotivet generella åtaganden genererar en abnormal aktieavkastning på kort sikt.

5.4 Regression

För att besvara om aktiekursutvecklingen skiljer sig åt beroende på det bakomliggande motivet till nyemissionen så har tre regressionstabeller upprättats i enlighet med metoden, dessa baseras på regressionstesterna i bilaga 7. Regressionsanalyserna visar hur emissionsmotiven påverkar den beroende variabeln (CAR) relativt varandra.

Sammanlagt genomfördes 18 regressioner, 6 under varje eventfönster. Först genomfördes en regression för samtliga motiv för att sedan lägga till de kontrollvariabler som presenterats tidigare i studien. Interceptet i regressionerna utgörs av motivet återbetalning av skuld och resterande dummy-variabler tolkas som skillnaden mellan interceptet (återbetalning av skuld) och koefficienten för respektive motiv (investeringar och generella åtaganden). Den första kontrollvariabeln som testas är börsvärde och därefter testas relativt emissionsbelopp, market-to-book, antal år på börsen och skuldsättningsgrad. Koefficienterna för kontrollvariablerna tolkas som i vilken utstäckning de påverkar den beroende variabeln (CAR). I slutet av varje regression presenteras förklaringsgraden för varje individuell regression och probabiliteten för modellen som har genomförts genom ett F-test av samtliga variabler i regressionen.

Regressionstabell – 1 dag

	Regression 1	Regression 2	Regression 3	Regression 4	Regression 5	Regression 6
Dummyvariabler						
Återbetalning av skuld (Konstant)	-0.125654*** (0.032907)	-0.268717*** (0.093851)	-0.268061*** (0.096368)	-0.276497*** (0.091881)	-0.254351** (0.111715)	-0.252650** (0.113985)
Generella åtaganden	0.065893 (0.041801)	0.085519* (0.043132)	0.085031* (0.045705)	0.092097** (0.042730)	0.092905** (0.046032)	0.093231** (0.046455)
Investeringar	0.118362** (0.052030)	0.135357** (0.052590)	0.134909** (0.023968)	0.124501*** (0.043651)	0.123074** (0.055161)	0.123226** (0.55524)
Kontrollvariabler						
Börsvärde		0.019052 (0.011720)	0.018865 (0.013016)	0.015780 (0.011754)	0.015959 (0.013214)	0.015404 (0.014663)
Relativt emissionsbelopp			-0.000814 (0.023968)	-0.030599 (0.033566)	-0.032615 (0.032754)	-0.032732 (0.032980)
Market-to-book				-0.032564 (0.018989)	-0.033546 (0.023893)	-0.033133 (0.024475)
Antal år på börsen					-0.011259 (0.028576)	-0.011786 (0.029343)
Skuldsättningsgrad						0.008536 (0.095138)
R ²	0.059460	0.087817	0.087830	0.108215	0.109900	0.109988
Justerat R ²	0.037587	0.055623	0.044393	0.054493	0.044771	0.033074
F-stat	2.718395	2.727702	2.022024	2.014348	1.687411	1.430006
F-prob	0.071653	0.049036	0.098685	0.084987	0.134440	0.204759

Tabell 5.4. I tabellen redovisas respektive oberoende variablers koefficient och inom parentes anges variablernas standardavvikelse. Asteristen () anger den statistiska signifikansgraden vilken tolkas som:
*** = 1 % statistisk signifikans
** = 5 % statistisk signifikans
* = 10 % statistisk signifikans*

*R² & Justerat R² = Förklaringsgrad
F-stat & F-prob = probabiliteten för modellen (P-värde)*

Som vi ser i tabell 5.4 har motivet återbetalning av skuld störst negativ påverkan på den abnormala avkastningen på en dags sikt, därefter följer generella åtaganden och investeringar. Alla dessa motiv är signifikanta på 5 %-nivån i regression 6. I takt med att vi inkluderar kontrollvariabler i regressionen ökar den justerade förklaringsgraden från 3,8 % till 5,4 % i regression 4. Då variablerna antal år på börsen och skuldsättningsgrad inkluderas sjunker den justerade förklaringsgraden. Störst ökning av förklaringsgraden sker då kontrollvariabeln börsvärde inkluderas, dock är ingen av kontrollvariablerna signifikant. F-prob minskar i takt med att det justerade R²-värdet ökar och vi kan se en statistisk signifikans på 5 %-nivån för regression 2. Då t-testen påvisar signifikans för generella åtaganden och återbetalning av skuld kan vi utifrån regressionen påvisa att återbetalning av skuld har störst negativ påverkan på CAR följt av generella åtaganden. T-testet för investeringar visar att vi inte kan förkasta nollhypotesen för denna motivgrupp vilket innebär att investeringar inte har någon signifikant påverkan på CAR på en dags sikt. Men eftersom de andra motivgrupperna har en statistisk signifikant negativ påverkan på CAR kommer investeringar att vara det emissionsmotiv som presterar bäst på kort sikt.

Regressionstabell – Kvartal

	Regression 1	Regression 2	Regression 3	Regression 4	Regression 5	Regression 6
Dummyvariabler						
Återbetalning av skuld (Konstant)	0.000296 (0.060128)	-0.131000 (0.173473)	-0.090312 (0.176999)	-0.113241 (0.173344)	-0.098333 (0.203070)	-0.087823 (0.206946)
Generella åtaganden	-0.010332 (0.076380)	0.007599 (0.097207)	-0.023126 (0.084216)	-0.004644 (0.082752)	-0.004163 (0.083313)	-0.002164 (0.084019)
Investeringar	-0.028464 (0.095071)	-0.012938 (0.097207)	-0.040847 (0.100222)	-0.072022 (0.098985)	-0.073154 (0.099887)	-0.072160 (0.100492)
Kontrollvariabler						
Börsvärde		0.017407 (0.021664)	0.006032 (0.023904)	-0.002872 (0.023713)	-0.002835 (0.023856)	-0.006299 (0.026423)
Relativt emissionsbelopp			-0.049336 (0.044121)	-0.135080** (0.057989)	-0.136752** (0.059489)	-0.137400** (0.059855)
Market-to-book				-0.093917** (0.042453)	-0.094862** (0.043213)	-0.092122** (0.044328)
Antal år på börsen					-0.007435 (0.051902)	-0.010706 (0.053229)
Skuldsättningsgrad						0.053699 (0.171774)
Statistiska mått						
R ²	0.001044	0.008574	0.023115	0.077510	0.077740	0.078852
Justerat R ²	-0.022187	-0.026417	-0.023403	0.021938	0.010258	-0.000754
F-stat	0.044947	0.245033	0.496901	1.394766	1.152009	0.990532
F-prob	0.956070	0.864653	0.738029	0.234715	0.340163	0.444136

Tabell 5.5. I tabellen redovisas respektive oberoende variablers koefficient och inom parentes anges variablernas standardavvikelse. Asteristen (*) anger den statistiska signifikansgraden vilken tolkas som:
 *** = 1 % statistisk signifikans
 ** = 5 % statistisk signifikans
 * = 10 % statistisk signifikans

R² & Justerat R² = Förklaringsgrad
 F-stat & F-prob = sannolikheten för modellen (P-värde)

I tabell 5.5 framgår att investeringar genererar den sämsta abnormala avkastningen under ett kvartal, följt av generella åtaganden och därefter återbetalning av skuld. Dock är inte dessa variabler signifikant skilda från varandra vilket innebär att vi inte kan avgöra vilket emissionsmotiv som bidrar till störst respektive minst abnormal avkastning. Vi finner däremot att det relativa emissionsbeloppet är den kontrollvariabel som har den mest negativa påverkan på den abnormala avkastningen följt av market-to-book kvoten. Båda dessa kontrollvariabler är signifikanta på 5 %-nivån. Generellt sett är det justerade R²-värdet väldigt lågt i regressionsmodellerna i tabell 5.5 jämfört med övriga regressionstabeller. Vidare påvisar F-prob inte någon statistisk signifikans på 5 %-nivån och modellerna påvisar således inte något statistiskt samband. Utifrån t-testen på medellång sikt så fann vi inte någon statistisk signifikans för något av motiven, vilket gör att vi utifrån regressionen inte kan rangordna vilket motiv som påverkar CAR mest under denna tidsperiod.

Regressionstabell – 1 år

	Regression 1	Regression 2	Regression 3	Regression 4	Regression 5	Regression 6
Dummyvariabler						
Återbetalning av skuld (Konstant)	0.147396 (0.147505)	1.053601** (0.414114)	1.013062** (0.425119)	0.948889** (0.411924)	1.184495** (0.478660)	1.275737*** (0.483237)
Generella åtaganden	0.005442 (0.029045)	0.118875 (0.190319)	-0.088264 (0.202272)	-0.036536 (0.196648)	-0.026465 (0.19699)	-0.003935 (0.197326)
Investeringar	-0.387976* (0.233225)	-0.495625** (0.232053)	-0.467819 (0.240716)	-0.555072** (0.235223)	-0.571853** (0.235952)	-0.560502** (0.235475)
Kontrollvariabler						
Börsvärde		-0.120684** (0.051716)	-0.109351 (0.057414)	-0.134271** (0.056350)	-0.133524** (0.056377)	-0.164664*** (0.061832)
Relativt emissionsbelopp			0.049155 (0.105972)	-0.190825 (0.137801)	-0.217759 (0.140637)	-0.224134 (0.140340)
Market-to-book				-0.262853** (0.100883)	-0.278548*** (0.102217)	-0.254798** (0.103803)
Antal år på börsen					-0.118835 (0.122837)	-0.148890 (0.124976)
Skuldsättningsgrad						0.487284 (0.402840)
R ²	0.041724	0.099420	0.101721	0.169639	0.179010	0.193578
Justerat R ²	0.019438	0.067635	0.058946	0.119617	0.118938	0.123887
F-stat	1.872237	3.127880	2.378038	3.391297	2.979911	2.777664
F-prob	0.159993	0.029928	0.058247	0.007749	0.011048	0.012196

Tabell 5.6. I tabellen redovisas respektive oberoende variablers koefficient och inom parentes anges variablernas standardavvikelse. Asteristen () anger den statistiska signifikansgraden vilken tolkas som:
*** = 1 % statistisk signifikans
** = 5 % statistisk signifikans
* = 10 % statistisk signifikans*

*R² & Justerat R² = Förklaringsgrad
F-stat & F-prob = sannolikheten för modellen (P-värde)*

Slutligen framgår i tabell 5.6 att investeringar, liksom resultatet under ett kvartal, resulterar i den mest negativa abnormala avkastningen på ett års sikt, följt av generella åtaganden och återbetalning av skuld. Återbetalning av skuld är signifikant på 1 %-nivån och investeringar på 5 %-nivån. Dock innebär resultatet från t-testen att det inte är statistiskt säkerställt att emissionsmotiven återbetalning av skuld och investeringar leder till en abnormal aktieavkastning på ett års sikt. Detta innebär att trots att vi finner statistisk signifikans för återbetalning av skuld och investeringar i regressionen så är det inte säkerställt att de påverkar den abnormala avkastningen. Vidare framgår att market-to-book, som är signifikant på 5 %-nivån, är den kontrollvariabel som har den mest negativa inverkan på den abnormala avkastningen, följt av börsvärde som är signifikant på 1 %-nivån. Regressionen finner ingen signifikans för övriga kontrollvariabler. F-prob värdet antyder att regression 6 har en statistisk signifikans på 5 % nivå på ett års sikt.

5.5 Robusthetstest av regressionen

Samtliga regressionsmodeller har testats för heteroskedasticitet genom whites-test samt Breusch, Pagan-Godfrey-test. Alla regressionsmodeller, förutom modell 4 på en dags sikt, visar att det inte föreligger någon heteroskedasticitet (bilaga 5) och modellerna kan således tolkas som homoskedastiska. Modell 4 under eventfönstret en dag visade på heteroskedasticitet under Breusch, Pagan-Godfrey-testet (p-värde 0,0401) men inte under Whites-test (bilaga 5). En whites-korrigerings gjordes därför för att undvika felaktigheter i modellen. Redovisat resultat i regressionstabellerna är det korrigerade resultatet och tolkas således som homoskedastiskt.

Vidare har VIF-tester utförts (bilaga 6) på alla regressionsmodeller, dessa visar att det kan finnas multikolinjäritet hos variablerna börsvärde och antal år på börsen. Detta kan påverka resultatet eftersom testet innebär att dessa variabler är korrelerade med någon av de andra förklarande variablerna. Detta gör att det svårt att analysera vilken av de korrelerade variablerna som bidrar till effekten på den beroende variabeln. I övrigt tycks variablerna inte påvisa någon multikolinjäritet. VIF-testet har därför kompletterats med en korrelationsmatris (bilaga 3) för att vidare utreda om det föreligger multikolinjäritet mellan variablerna. Under samtliga perioder visar korrelationsmatrisen att den högsta positiva korrelationen finns mellan variablerna börsvärde och skuldsättningsgrad. Den mest negativa korrelationen finns mellan relativt emissionsbelopp och market-to-book. Korrelationsmatriserna i bilaga 3 visar, i likhet med VIF-testet, att viss multikolinjäritet föreligger hos variablerna antal år på börsen och börsvärde, men då denna korrelation håller sig mellan +/- 0,8 är en analys möjlig.

Slutligen har ett normalfördelningshistogram tagits fram för den regressionsmodell som påvisat högst justerad förklaringsgrad för respektive tidsperiod. Normalfördelningshistogrammen visar om residualerna är normalfördelade, dessa presenteras i bilaga 4. Ett Bera-Jarque-test inkluderas i diagrammen vilket visar att residualerna inte är fullständigt normalfördelade på en dags sikt och det finns alltså skevhet och toppighet hos residualerna vilket kan göra resultatet skevt. Men under tidsperioden ett kvartal och ett år säger siffrorna att det residualerna är någorlunda normalfördelade.

KAPITEL 6 - ANALYS

I detta kapitel analyseras det resultat som presenterats i föregående kapitel. En analys av den abnormala avkastningen inleder kapitlet vilket sedan följs av en analys av de förklarande variablerna.

6.1 Abnormal avkastning

Resultatet i kapitel 5 visar att emitterande bolag generellt sett uppvisar en statistiskt säkerställd negativ abnormal avkastning på en dags sikt om -6,9 %. Detta resultat ligger i linje med de studier som presenterats i uppsatsens teoridel som beskriver att marknaden tenderar att reagera negativt på annonseringen av en nyemission. Dock är resultatet något mer negativt än den abnormala avkastning som Walker och Yost (2008) och Barclay och Litzenberger (1988) finner på kort sikt. Efter ett kvartal uppgår den negativa abnormala avkastningen i vår studie till -1,1 % vilket också ligger i linje med den underprestation som studier såsom Loughran och Ritter (1995) och Spiess och Affieck-Graves (1995) finner hos emitterande bolag på börsen. Dock är inte resultatet statistiskt signifikant vilket gör att vi inte kan påvisa att annonseringen av en nyemission leder till en abnormal avkastning under denna tidsperiod. På ett års sikt finner vi en positiv abnormal aktieavkastning om 7,2 % för bolagen som ingår i vårt urval, vilket inte ligger i linje med tidigare forskning. Man ska dock ha i åtanke att dessa studier har ett längre eventfönster än ett år, vilket kan föranleda denna skillnad i resultat. Dessutom är, som vi beskriver i kapitel 3, en klar majoritet av de tidigare studierna gjorda på den amerikanska aktiemarknaden vilket kan försvåra en direkt jämförelse. Emellertid kan vi inte heller på ett års sikt påvisa en statistiskt säkerställd abnormal avkastning för emitterande bolag.

Att företagen som ingår i vårt urval underpresterar på kort sikt kan förklaras av principal-agent teorin som leder till den informationsasymmetri som existerar mellan bolagets ledning och dess aktieägare. Resultatet stöds också av Majluf och Myers (1984) som hänvisar underprestationen hos emitterande bolag till pecking-order teorin. De menar att om bolagen följer pecking-order teorin, och således endast emitterar aktier som ett sista finansieringsalternativ, signalerar nyemissionen att bolaget inte kan generera tillräckligt med kapital och saknar möjlighet att få ett banklån. Utifrån pecking-order teorin menar därför Majluf och Myers (1984) att nyemissioner tyder på att bolaget har finansiella problem och aktiekursen faller som följd. Vi tolkar därför vårt resultat som att investerare, åtminstone initialt, ogillar nyemissioner och att de hade föredragit en annan typ av finansiering, vilket också återspeglas i den efterföljande aktiekursutvecklingen. En snarlik förklaring

till den abnormala avkastningen presenteras av bland annat Barclay och Litzenberger (1988) som hänvisar till signalteorin då de menar att emissionsannonseringen i sig signalerar till investerare att bolaget inte genererar tillräckligt med internt kapital för att finansiera sina åtaganden och aktiekursen reagerar negativt som följd. Eftersom kursreaktionen sker direkt vid annonseringstillfället menar vi, i likhet med Barclay och Litzenberger (1988), att investerare direkt tolkar de signaler som bolagsledningen sänder ut via emissionsannonseringen och att investerarna tolkar dessa signaler som negativa.

På medellång och lång sikt är visserligen inte resultatet statistiskt signifikant men utifrån diagram 5.3 kan vi se att CAR tenderar att ha en positiv utveckling på längre sikt. Vi resonerar att detta kan bero på att investerare initialt tolkar emissionsannonseringen negativt, vilket vi diskuterat ovan, men allt eftersom tiden går sker andra (positiva) bolagshändelser som investerare tar ställning till. Enligt detta resonemang är den negativa kursreaktionen inte bestående över en längre tidsperiod. Om vi analyserar anledningen till varför vi inte fick ett statistiskt signifikant resultat på medellång och lång sikt kan det bero på att det faktiskt inte finns något samband mellan emissionsannonseringen och den abnormala avkastningen. En annan problematik är att ju längre tid som går från emissionsannonseringen desto fler faktorer kommer att påverka aktiekursutvecklingen, vilket gör det svårt att få en renodlad effekt av nyemissionen (Fama, 1998).

6.2 Förklarande variabler

Nedan presenteras en sammanställning av utfallen för de förklarande variablerna som ingått i studien samt de samband som tidigare forskning funnit. Dessa variabler diskuteras i nästa avsnitt i syfte att återkoppla till studiens hypoteser och besvara uppsatsens problemformulering.

Variabel	Samband enl. tidigare forskning	Observerat samband		
		Kort sikt	Medellång sikt	Lång sikt
Dummyvariabler				
Investeringar	Negativt	Negativt (ej signifikant)	Negativt (ej signifikant)	Negativt*
Återbetalning av skuld	Negativt	Negativt***	Ingen (ej signifikant)	Positivt (ej signifikant)
Generella åtaganden	Negativt	Negativt**	Negativt (ej signifikant)	Positivt (ej signifikant)
Kontrollvariabler				
Börsvärde	Positivt	Positivt (ej signifikant)	Negativt (ej signifikant)	Negativt***
Relativt emissionsbelopp	Inget	Negativt (ej signifikant)	Negativt**	Negativt (ej signifikant)
Market-to-book	Negativt	Negativt (ej signifikant)	Negativt**	Negativt**
Antal år på börsen	Positivt	Negativt (ej signifikant)	Negativt (ej signifikant)	Negativt (ej signifikant)
Skuldsättningsgrad	Positivt	Positivt (ej signifikant)	Positivt (ej signifikant)	Positivt (ej signifikant)

* = $p < 10\%$ ** = $p < 5\%$ *** = $p < 1\%$

Tabell 6.1. Sammanställning av det samband som tidigare forskning funnit och det observerade sambandet för studiens variabler.

6.3 Emissionsmotiv

6.3.1 Återbetalning av skuld

När bolag anger *återbetalning av skuld* som motiv till en nyemission uppvisar de i genomsnitt en kumulativ abnormal avkastning på -12,6 % efter en dag, 0,0 % efter ett kvartal och 14,7 % efter ett år. Det går att säkerställa ett signifikant negativt samband mellan återbetalning av skuld och abnormal avkastning på kort sikt utifrån t-testen. Enligt regressionsanalyserna är det säkerställt att återbetalning av skuld är det sämst presterande emissionsmotivet på kort sikt.

Modigliani och Miller (1963) finner, i likhet med vårt resultat på kort sikt, att skuldåterbetalning är det motiv som leder till störst negativ abnormal avkastning. Trade-off teorin innebär bland annat att en lägre skuldsättningsgrad kan resultera i ett lägre bolagsvärde och då motivet skuldåterbetalning sänker skuldsättningsgraden mest blir resultatet följaktligen att aktiekursutvecklingen är som mest negativ när detta motiv anges. Modigliani och Miller (1963) menar vidare att framförallt ökade agentkostnader bidrar till den negativa aktiekursutvecklingen då ägarna nu måste sköta den övervakning av ledningen som banken tidigare gjorde. Likt Walker och Yost (2008) konkluderar även Autore et al. (2008) att bolag med en tydlig motivformulering tenderar att prestera bättre än

bolag som exempelvis anger generella åtaganden som motiv. Då skuldåterbetalning är ett väldigt tydligt motiv kan det förklara varför den kumulativa abnormala avkastningen är positiv för vårt urval på ett års sikt. Den positiva avkastningen är dock inte statistiskt signifikant och därför kan inga generella slutsatser dras.

Underprestationen på en dags sikt kan vidare analyseras med hjälp av pecking-order teorin. Eftersom teorin säger att företag bör välja att lånefinansiera sig istället för att ta in nytt kapital från aktieägarna innebär en nyemission med motivet återbetalning av skuld att företaget använder sig av det sämsta finansieringsalternativet (nyemission) för att finansiera det näst sämsta finansieringsalternativet (lånefinansiering). Vi anser därför att anledningen till att kursreaktionen blir abnormalt negativ för denna motivgrupp delvis kan förklaras med pecking-order teorin.

Trade-off teorin, som förklarar den negativa utvecklingen på kort sikt, kan även förklara varför trenden är positiv ju längre fram i tiden vi kommer. Om bolaget gör en nyemission för att sänka en alltför hög skuldsättning och skapa en mer sund kapitalstruktur är det rimligt att bolaget går bättre på lång sikt. Denna trend är dock inte signifikant.

6.3.2 Investeringar

Resultatet av vår studie visar att när bolag anger *investeringar* som motiv till nyemission uppvisar de i genomsnitt en abnormal avkastning på -0,7 % efter en dag, -2,9 % efter ett kvartal och -24,1 % efter ett år. Utifrån t-testen går det inte att säkerställa ett signifikant samband mellan investeringsmotivet och abnormal avkastning under någon av studiens tidsperioder. Däremot kan vi utifrån regressionstabellerna säkerställa att investeringsmotivet är det bäst presterande motivet på kort sikt eftersom de två andra emissionsmotiven är signifikant negativa.

Walker och Yost (2008) och Autore et al. (2008) menar att ett tydligt emissionsmotiv leder till en bättre aktiekursutveckling än ett otydligt motiv, vilket kan förklara varför investeringar, som är ett tydligt motiv, är det bäst presterande emissionsmotivet på kort sikt. Ett tydligt motiv innebär att informationsasymmetrin mellan bolagsledning och aktieägare är lägre än om ett otydligt motiv används. Då Korajczyk et al. (1992) menar att företag i syfte att minimera emissionskostnader bör emittera aktier när informationsasymmetrin är så låg som möjlig kan detta bidra till förklaringen att investeringsmotivet är det bäst presterande motivet initialt.

Även om investeringar är det bäst presterande emissionsmotivet är den abnormala avkastningen, liksom de andra motiven, negativ. Vi kan dock endast se till trenden eftersom den abnormala avkastningen som sagt inte är signifikant säkerställd för motivgruppen. I likhet med vårt resultat finner Majluf och Myers (1984) också en negativ abnormal avkastning för denna motivgrupp och menar att denna underprestation kan förklaras av att investerare förväntar sig att nyemitterat kapital kommer användas till negativa investeringsmöjligheter eftersom positiva investeringsmöjligheter i första hand bör finansieras med eget genererat kapital eller belåning. Barclay och Litzenberger (1988) kommer till en liknande slutsats och förklarar detta med hjälp av signalteorin. Om ett bolag emitterar aktier i syfte att finansiera en investering signalerar det att investeringen kommer att vara värdeförstörande vilket investerare tolkar negativt. Walker och Yost (2008) hävdar också att investeringar resulterar i en negativ abnormal avkastning och att det till stor del beror på agentkostnaderna förknippade med risken att bolagsledning tar sig an negativa investeringsmöjligheter.

Även om vårt resultat inte påvisar ett statistiskt signifikant resultat på 5 %-nivån på lång sikt för denna motivgrupp så är det signifikant på 10 %-nivån. Att denna motivgrupp nästan uppfyller våra signifikanskriterier gör att (baserat på regressionen) investeringar tycks vara det sämst presterande emissionsmotivet på lång sikt. Att bolagen som anger investeringar som emissionsmotiv presterar allt sämre under en längre period kan förklaras av Brous et al. (2001) som utvecklat den optimistiska förväntanshypotesen. Hypotesen säger att investerare initialt har en övertro på bolagets förmåga att investera kapitalet. Med tiden reviderar investerare ofta ner sina förväntningar, i takt med att bolaget släpper nya rapporter, och som följd faller aktiekursen vilket även vårt resultat påvisar. Även Jeanneret (2005) finner på den franska aktiemarknaden att motivet investeringar resulterar i en negativ abnormal avkastning på längre sikt.

6.3.3 Generella åtaganden

När bolag anger *generella åtaganden* som motiv till nyemission uppvisar de enligt vårt resultat i genomsnitt en abnormal avkastning på -6,0 % efter en dag, -1,1 % efter ett kvartal och 15,3 % efter ett år. Det går endast att säkerställa ett signifikant samband mellan företag som ingår i motivgruppen generella åtaganden och abnormal avkastning på kort sikt utifrån de t-test som genomförts. Baserat på regressionsanalyserna är det statistiskt säkerställt att generella åtaganden har den näst mest negativa påverkan på CAR på kort sikt.

Att kursreaktionen blir negativ på kort sikt har starkt stöd hos både Walker och Yost (2008) samt Autore et al (2008) som finner samma samband. De konkluderar i sina studier att företag som förmedlar vaga motiv till en nyemission, vilket generella åtaganden är, kommer att prestera sämre på börsen som följd. Detta eftersom investerare antar att det insamlade kapitalet kommer användas till värdeförstörande aktiviteter. En liknande förklaring till den negativa abnormala avkastningen som tycks följa när bolaget anger generella åtaganden som motiv ges av principal-agent teorin. Eftersom investerare varken vet eller har någon kontroll över hur emissionslikviden kommer att användas, till följd av separationen mellan ägande och kontroll, kommer investerare misstänka att emissionslikviden inte används på ett optimalt sätt när generella åtaganden anges som motiv. Med anledning av detta kan den negativa abnormala avkastningen förklaras. Vidare kan underprestationen förklaras av informationsasymmetrin mellan investerare och bolagsledning. Om bolaget inte anger något specifikt motiv till nyemissionen finns anledning att tro att bolaget gör nyemissionen för att de är övervärderade.

Under lång sikt presterar generella åtaganden bäst av samtliga motiv, vilket inte är signifikant säkerställt. Det initiala informationsgapet som finns mellan bolaget och dess aktieägare då emissionen sker minskar över tid när bolaget släpper mer information om vad emissionslikviden faktiskt har gått till. Detta kan förklara den stigande abnormala avkastningen som vi ser på längre sikt. För att kunna ytterligare förklara den positiva kursutvecklingen för generella åtaganden anser vi att det finns anledning att tro att investerare har högre förhoppningar om investeringsmotivet än generella åtaganden vilket leder till att företagen inte behöver presentera ett lika bra resultat för att se en positiv kursutveckling.

6.4 Kontrollvariabler

6.4.1 Börsvärde

Studien finner ett signifikant negativt samband mellan bolagens börsvärde och CAR på 1 %-nivån på lång sikt och inget signifikant samband under övriga tidsperioder. Resultatet innebär att ett högt börsvärde på längre sikt bidrar till att emitterande bolag underpresterar på börsen vilket är motsatsen till vad vi förväntade oss att finna. Brav et al. (2000) samt Spiess och Affleck-Graves (1995) finner nämligen att små bolag tenderar att underprestera mer på börsen än större bolag. Detta resultat förvånar oss eftersom det går emot de teorier och den tidigare forskning som har vi studerat, vilket innebär att detta resultat tycks sakna empiriskt stöd. Resultatet på kort och

medellång sikt ligger däremot i linje med Jeanneret (2005) som inte heller finner något signifikant samband mellan bolagsvärde och abnormal avkastningen.

6.4.2 Relativt emissionsbelopp

För kontrollvariabeln relativt emissionsbelopp finner vi ett negativt signifikant samband på 5 %-nivån på medellång sikt. Resultatet innebär att ett stort emissionsbelopp i förhållande till bolagets börsvärde har en negativ påverkan på den abnormala avkastningen. Vi förväntade oss, i likhet med Barclay och Litzenberger (1988), att inte finna något samband mellan denna variabel och CAR, vilket också är fallet på kort och lång sikt. Vi anser det rimligt att anta att bolag presenterar mer information då det relativa emissionsbeloppet är stort jämfört med då det är litet i syfte att minska informationsasymmetrin och därför också minska risken för den generella underprestation som emitterande bolag uppvisar på börsen. Om detta resonemang stämmer borde därför ett högt emissionsbelopp i motsats till vårt resultat leda till ett positivt samband. Det genomsnittliga relativa emissionsbeloppet för vår studie uppgår till 45 % vilket ligger nära motsvarande siffra som Jeanneret (2005) finner på den franska aktiemarknaden. Som nämnts i studiens teoriavsnitt fann Autore et al. (2008) i sin studie att emissionsstorleken varierade beroende på det bakomliggande motiv som angetts. Vi har dock inte undersökt om detta också gäller för vårt urval.

6.4.3 Market-to-book

Market-to-book uppvisar ett negativt samband som är statistiskt signifikant på 5 %-nivån på medellång och lång sikt. På kort sikt återfinns inget signifikant samband. Detta innebär att på medellång och lång sikt leder ett högt market-to-book till en abnormal negativ avkastning, vilket ligger i linje med tidigare forskning. Hertzell och Li (2010) finner samma samband och Loughran och Ritter (1995) förklarar att bolag underpresterar på börsen till följd av att de utnyttjar så kallade windows of opportunities då de emitterar aktier då bolaget är övervärderat. Vi antar att eftersom vi finner ett negativt samband mellan market-to-book värdet och den abnormala avkastningen så borde många av bolagen i vår studie varit övervärderade vid emissionstillfället. Detta innebär, baserat på Alti och Sulaemans (2012) studie, att en stor institutionell efterfrågan borde funnits på bolagens aktier då emissionen sker. Dock finner Loughran och Ritter (1995) inget signifikant samband mellan bolagsvärdering och abnormal avkastning.

6.4.4 Antal år på börsen

Studien finner inget signifikant samband mellan antalet år som ett bolag varit noterat på börsen och abnormal avkastning under någon av våra tidsperioder. Vi förväntade oss att finna ett positivt samband för denna variabel och CAR men då resultaten från regressionsanalyserna inte finner något signifikant samband kan vi inte säkerställa hur denna variabel påverkar aktiekursutvecklingen. Spiess och Affleck-Graves (1995) fann att unga bolag tenderar att gå sämre på börsen än äldre bolag vilket Hyytinen och Pajarinen (2007) menar beror på att mindre bolagsspecifik information finns tillgänglig kring unga bolag. Detta leder till den informationsasymmetri som ofta används som förklaring till underprestationen för emitterande bolag på börsen.

6.4.5 Skuldsättningsgrad

För variabeln skuldsättningsgrad kan vi inte påvisa något signifikant samband med CAR under någon av de tre tidsperioderna. Vi förväntade oss att finna ett negativt samband mellan ett bolags skuldsättningsgrad och abnormal avkastning baserat på Modigliani och Miller (1963). Slutsatsen från denna studie är att emissionsmotivet återbetalning av skuld har den mest negativa påverkan på aktiekursen eftersom detta motiv sänker skuldsättningsgraden mest. Modigliani och Miller (1963) menar nämligen att en hög skuldsättningsgrad minskar risken för olönsamma investeringar och ökar nyttan av skatteskölden.

KAPITEL 7 - SLUTSATS OCH DISKUSSION

I detta kapitel sammanfattas och diskuteras studiens resultat.

Syftet med denna studie var att utreda om annonseringen av en nyemission leder till en abnormal aktieavkastning och om de bakomliggande motiven till nyemissionen isåfall kan förklara denna företeelse samt om aktiekursutvecklingen skiljer sig åt beroende på angivet motiv. Då uppsatsen utgår från internationellt erkända teorier, metoder och studier gjorda av forskare inom finansiella läran anser vi att resultaten är tillförlitliga.

De mest intressanta slutsatser som denna studie nått är:

- (1) Generellt leder en nyemission till en negativ abnormal aktieavkastning på kort sikt.
- (2) Emissionsmotivet *återbetalning av skuld* leder till en negativ abnormal avkastning på kort sikt.
- (3) Emissionsmotivet *generella åtaganden* leder till en negativ abnormal avkastning på kort sikt.
- (4) Ett högt *börsvärde* har en negativ påverkan på ett emitterande bolags aktiekurs på lång sikt.
- (5) Ett högt *emissionsbelopp* i förhållande till börsvärdet har en negativ påverkan på ett emitterande bolags aktiekurs på medellång sikt.
- (6) Ett högt *market-to-book* värde har en negativ påverkan på ett emitterande bolags aktiekurs på medellång och lång sikt.
- (7) Vi finner att annonseringseffekten på kort sikt är minst negativ för företag som anger *investeringar* som emissionsmotiv.
- (8) Vi finner att annonseringseffekten är mest negativ på kort sikt för företag som anger *återbetalning av skuld* som emissionsmotiv.
- (9) På medellång och lång sikt kan studien inte särskilja eller rangordna emissionsmotiven efter dess påverkan på den abnormala aktieavkastningen.

Första delen av studiens syfte var att undersöka om annonseringen av en nyemission leder till en abnormal aktiekursutveckling. Utifrån resultatet samt analysen av vår studie har vi funnit att det finns statistiska bevis på att annonseringen av en nyemission påverkar den abnormala avkastningen på kort sikt på den svenska marknaden. Vidare avsåg vi också att utreda om det bakomliggande motiv som ett bolag anger som orsak till en nyemission påverkar aktiekursutvecklingen. Studien

finner att det bakomliggande motivet har en påverkan på den abnormala aktiekursutveckling och att kursutvecklingen skiljer sig åt mellan motiven på kort sikt.

En viktig skillnad från vissa tidigare studier är att ett mer konkret emissionsmotiv leder till en bättre abnormal avkastning. Detta är i viss mån motsatsen till vad denna studie resulterar i då återbetalning av skuld (som anses vara ett konkret motiv) påvisar den mest negativa abnormala avkastningen samtidigt som investeringar visar det minst negativa resultatet. Dock kan resultatet för återbetalning av skuld förklaras av att detta emissionsmotiv sänker skuldsättningsgraden mest vilket resulterar i den största värdeförstörningen enligt Modigliani och Miller (1963).

Vi finner att högt värderade bolag på den svenska marknaden tenderar att emittera aktier eftersom vårt resultat påvisar ett negativt samband mellan market-to-book och kumulativ abnormal avkastning på medellång och lång sikt. Detta innebär att ledningen i bolag tycks föredra en hög informationsasymmetri vid annonseringen av nyemissioner vilket är skadligt för investerare eftersom de då har felaktiga förväntningar på bolaget.

Vi får endast ett statistiskt signifikant resultat för emissionsmotiven på kort sikt, vilket inte förvånar oss. Fama (1998) menar, som nämnts tidigare i uppsatsen, att på längre sikt kommer fler faktorer att påverka den abnormala avkastningen än själva eventet i sig. Vår studie stödjer därför Famas slutsatser.

KAPITEL 8 - FÖRSLAG PÅ VIDARE FORSKNING

Utifrån den analys och det resultat som presenterats i denna studie anser vi att följande aspekter är intressanta för vidare forskning:

- ❖ Ett annat metodval skulle kunna leda till ett annat resultat än det denna studie funnit. Exempelvis skulle en annan referensportfölj, beräkning av den abnormala avkastningen baserat på BHAR istället för CAR samt ett annat eventfönster kunna leda till andra slutsatser än våra.
- ❖ Tidigare forskning är främst gjord på den amerikanska aktiemarknaden vars resultat till viss del skiljer sig från vårt. Därför vore det intressant att genomföra liknande studier på andra aktiemarknader som ännu inte undersökts i någon vidare utsträckning. Detta för att utreda vilken effekt annonseringen av en nyemission har på dessa marknader.
- ❖ Trots att syftet med denna studie varit en annan vore det intressant att utreda vilken påverkan den finansiella krisen hade på nyemissioner i Sverige. Intressanta frågor för en sådan studie vore: påverkade finanskrisen de emissionsmotiv som företag anger i sina prospekt? Förändrades emissionsbeloppen under denna period jämfört med tiden innan och efter krisen? Fanns det några generella likheter mellan de företag som emitterar aktier under denna tidsperiod? Kan man finna likheter mellan aktieemissioner på den svenska marknaden och andra marknader under krisåren?
- ❖ Då denna studie endast inkluderat bolag noterade på Nasdaq OMX Stockholms small, mid och large cap-listor är ett förslag på vidare forskning att även inkludera andra marknadsplatser såsom First North, Aktietorget och Nordic Growth Market. Detta skulle öka urvalsstorleken vilket kan tänkas leda till att man finner fler signifikanta variabler än de vi funnit.
- ❖ Det vore även intressant att inkludera andra kontrollvariabler än de vi har använt oss av för att förklara den abnormala avkastning som emitterande bolag uppvisar. Detta eftersom de variabler som använts i denna studie endast förklarar en viss del av den avvikande avkastningen. Exempelvis skulle nyckeltal som P/E, P/S och EV/EBIT kunna användas för att utreda om och i vilken grad marknads värdering av ett emitterande bolag påverkar

aktiekursutvecklingen. Andra tänkbara variabler är köp- och säljrekommendationer, insiderhandel, bolagsstyrning och tidpunkt på året som emissionen sker.

- ❖ Slutligen efterlyser vi ytterligare forskning som analyserar ett större urval av företag i syfte att kunna dra mer generella slutsatser om hur annonseringen av en nyemission påverkar bolag på den svenska aktiemarknaden.

REFERENSLISTA

Artiklar och tidskrifter

Akerlof, G.A. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, pp. 488-500

Alti, A., Sulaeman, J. (2012). When do high stock returns trigger equity issues? Journal of Financial Economics, vol. 103, pp. 61-87

Autore, D.M., Bray, D.E., Peterson, D.R. (2009). Intended use of proceeds and the long-run performance of seasoned equity issuers. Journal of Corporate Finance, vol. 15, pp. 358-367

Barber, B.M., Lyon, J.D. (1997). Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics. Journal of Financial Economics, vol. 43, pp. 341-372

Barclay, M.J., Litzenberger, R.H. (1988). Announcement Effect of New Equity Issues and the Use of Intraday Price Data, Journal of Financial Economics, vol. 21, pp. 71-99

Brav, A., Geczy, C., Gompers, P.A. (2000). Is the abnormal return following equity issuances anomalous? Journal of Financial Economics, vol.56, pp. 209-249

Brous, P.A., Datar, V., Kini, O. (2001). Is the Market Optimistic about the Future Earnings of Seasoned Equity Offering Firms? Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 36, pp. 141-168

Carlson, M., Fisher, A., Giammarino, R. (2004). Corporate Investment and Asset Price Dynamics: Implications for the Cross-section of Returns, The Journal of Finance, vol.59, pp. 2577-2603

Dierkens, N. (1991). Information asymmetry and equity issues. Journal of Financial and Quantitative Analysis vol.26, pp. 181—199

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

Fama, E.F., French, K.R. (2005). Financing decisions: who issues stock? Journal of Financial Economics, vol. 76, pp. 549-582

Hertzel, M.G., Li, Z. (2010) Behavioral and Rational Explanations of Stock Price Performance around SEOs: Evidence from a Decomposition of Market-to-Book Ratios. Journal of Financial and quantitative analysis, vol. 45, pp. 935-958

- Hyttinen, A., Pajarinen, M. (2007). Is The Cost of Debt Capital Higher For Younger Firms? *Scottish Journal of Political Economy. Journal of Corporate Finance*, vol. 54, pp. 55-71
- Jeanneret, P. (2005). Use of the Proceeds and Long-term Performance of French SEO Firms, *European Financial Management*, vol.11, pp. 99-122
- Kerr, J.N., Ozel, N.B. (2015). Earnings Announcements, Information Asymmetry, and Timing of Debt Offerings. *The Accounting Review: Vol. 90*, pp. 2375-2410
- Korajczyk, R. A., Lucas, D. J., McDonald, R. L. (1992). Equity Issues with Time Varying Asymmetric Information, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 27, pp. 297-417
- Kraus, A., Litzenberger, R.H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage, *Journal of Finance*, vol. 33, pp. 911-922
- Loughran, T., Ritter. J. (1995). The New Issue Puzzle, *Journal of Finance*, vol. 1, pp. 23-51
- MacKinlay, A.C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, vol. XXXV, pp. 13-39
- Majluf, Nicholas S., Stewart C. Myers. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, pp. 187-221.
- Modigliani, F., Miller, M. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital. *The American Economic Review*, Vol. 53, pp. 433-443
- Myers, S.C. (1984). Capital Structure Puzzle, *the Journal of Finance*, vol. 31, pp. 574-592
- Ross, S.A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach, *the Bell Journal of Economics*, Vol. 8, pp. 23-40
- Spiess, K.D., Afflek-Graves, J. (1995). Underperformance In Long-Run Stock Returns Following Seasoned Equity Offerings, *Journal of Financial Economics*, vol.38, pp. 243-267
- Walker, M.D., Yost, K. (2008). What Firms Say, Do, And How the Market Reacts, *Journal of Corporate Finance*, vol.14, pp. 376-386
- Waterman, R.W., Meier, K.J. (1998). Principal-Agent Models: An Expansion? *Journal of Public Administration Research and Theory*, vol.8, pp. 173-202

Litteratur

Beckman, M., Dahlström, R., Grundell, E., Lundquist, L., Lycke, J., Rydin, U., Svensson, A-P. & Wiberg, J. (2012). Sparande, kapitalförvaltning och finansiella instrument, 5:e upplagan. Malmö: Liber AB

Berk, J., DeMarzo, P. (2014). Corporate Finance. 3:rd edition. Harlow: Pearson Education Limited

Brooks, C. (2014). Introductory Econometrics for Finance. Cambridge University Press. Cambridge

Kim, A.K., Nofsinger, R.J., Mohr, J.D. (2010). Corporate Governance, 3:rd edition. Boston: Pearson Education

Lundahl, U., Skärvad, P.H. (1999) Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer, 3:e upplagan. Studentlitteratur AB

Van Horne, J.C., Wachowicz, J.M. (2005). Fundamentals of Financial Management, twelfth edition. Harlow: Pearson Education Limited

Westerlund, J. (2005) Introduktion till ekonometri, 1:a upplagan. Studentlitteratur AB

Losee, J. (2001). A Historical Introduction to the Philosophy of Science, Fourth edition. OXFORD UNIVERSITY PRESS

Digitala källor

Aktiebolagstjänst (i.d.). *Nyemission*. Tillgänglig online: <http://www.ab.se/foretag-sverige/kapital-ab/okning-av-aktikapitalet/nyemission> [Besökt: 15 april 2016].

Bolagsverket (2014). *Beslut, nyemission*. Tillgänglig online: <http://www.bolagsverket.se/ff/foretagsformer/aktiebolag/driva/aktiekapitalet2/nyemission/beslut-1.3876> [Besökt: 4 maj 2016].

Bolagsverket (2014). *Nyemission*. Tillgänglig online: <http://www.bolagsverket.se/ff/foretagsformer/aktiebolag/driva/aktiekapitalet2/nyemission/ny-1.3873> [Besökt: 10 april 2016].

Europeiska rådet (2016). *Nya regler om prospekt: att förbättra företagens tillgång till kapitalmarknader*. Tillgänglig online: <http://www.consilium.europa.eu/sv/policies/capital-markets-union/prospectus/> [Besökt: 4 maj 2016].

E-conomic (i.d.). *Nyemission - Vad är en nyemission*. Tillgänglig online: <https://www.e-conomic.se/bokforingsprogram/ordlista/nyemission> [Besökt: 28 april 2016].

Eniro aktiekursutveckling under dagen 2009-04-28. Hämtad från: Thomson Reuters Datastream, 2016-04-19.

Finansinspektionen (2009). Eniro – Inbjudan till teckning av aktier i Eniro AB (publ). Tillgänglig online: <http://www.fi.se/templates/ProspektFile.aspx?guid=15D5E17A-4205-4F95-A4E1-0592B3C7B260> [Besökt: 18 april 2016].

Finansinspektionen (2012). Kappahl – Inbjudan till teckning av aktier i Kappahl AB (publ). Tillgänglig online: <http://www.fi.se/templates/ProspektFile.aspx?guid=6145A62D-B682-4CC1-B4CB-915E80517949> [Besökt: 20 april 2016].

Finansinspektionen (2016). Prospektregistret. Tillgänglig online: <http://www.fi.se/Register/Prospektregistret/Prospektregistret/Prospektregistret-Sokresultat/?ut=&vp=10&dt=10> [Besökt 24 april 2016].

Finansinspektionen (i.d.). Prospekt. Tillgänglig online: <http://www.fi.se/Tillstand/Prospekt/> [Besökt 10 april 2016].

Flood, L. (2009). SvD Näringsliv – Nyemissioner för 60 miljarder. Tillgänglig online: http://www.svd.se/naringsliv/nyheter/artikel_3319435.svd [Besökt: 5 maj 2016].

Investopedia (i.d.). Agency costs. Tillgänglig online: <http://www.investopedia.com/terms/a/agencycosts.asp> [Besökt: 20 april 2016].

KappAhl aktiekursutveckling under dagarna 2012-10-10 till 2012-10-12. Hämtad från Thomson Reuters Datastream, 2016-04-20

Nasdaq (i.d.). *Vad är aktieindex?* Tillgänglig online: <http://www.nasdaqomxnordic.com/utbildning/aktier/vadaraktieindex?languageId=3> [Besökt: 7 maj 2016].

Sveriges Riksbank (2015). Strukturomvandling i det svenska finansiella systemet. Tillgänglig online: http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/Riksbanksstudie/2015/rap_riksbanksstudie_150227_sve.pdf [Besökt: 4 maj 2016].

Sveriges Riksdag (2015). *Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument - Svensk författningssamling 1991:1991:980 t.o.m. SFS 2015:958*. Tillgänglig online: http://www.riksdagen.se/sv/dokument-lagar/dokument/svensk-forfattningssamling/lag-1991980-om-handel-med-finansiella_sfs-1991-980 [Besökt: 20 april 2016].

BILAGOR

Bilaga 1. Datamaterial

Bolag	Annonseringsdatum	1 dag	Kvartal	1 år	Motiv	Emissionsbelopp (MSEK)	M/B	Börsvärde (MSEK)	Relativt emissionsbelopp	Skuldsättningsgrad	Antal år på börsen
Active Biotech AB	2014-11-05	9,0%	9,3%	52,3%	Generella åtaganden	225	4,42	1790,67	12,6%	36,2%	28
Active Biotech AB	2009-04-06	-2,7%	19,8%	101,3%	Generella åtaganden	256	0,88	493,16	13,0%	57,5%	23
Active Biotech AB	2008-04-07	-18,4%	-22,0%	-2,8%	Generella åtaganden	157,7	15,25	2495,08	6,3%	61,2%	22
Active Biotech AB	2006-12-18	-8,9%	1,1%	-18,7%	Generella åtaganden	240	53,39	3222,49	7,4%	85,6%	20
Aerocrine AB	2008-10-24	-17,8%	-2,9%	154,6%	Generella åtaganden	98	2,57	275,81	35,5%	0,0%	1
Allenex AB	2011-09-07	3,5%	-30,8%	96,4%	Generella åtaganden	156,66	0,26	56,71	276,2%	40,6%	5
Allenex AB	2009-05-07	-8,7%	-7,9%	32,5%	Investeringar	91,3	0,41	240,05	38,0%	25,5%	3
Artimplant AB	2010-08-03	-33,6%	-44,7%	-85,7%	Investeringar	38,5	3,14	107,37	35,9%	10,4%	13
Aspiro	2012-06-29	-2,1%	-35,8%	-36,2%	Generella åtaganden	103	2,16	276,39	37,3%	0,0%	11
BE Group AB	2014-02-11	15,6%	64,6%	-11,5%	Generella åtaganden	160,7	0,84	597,5	26,9%	53,6%	8
BillerdKorsnäs AB	2012-09-14	-3,5%	18,7%	61,9%	Återbetalning av skuld	1996	0,66	6211,45	32,1%	46,1%	11
BillerdKorsnäs AB	2009-07-23	4,0%	30,2%	41,6%	Återbetalning av skuld	978	0,52	2096,38	46,7%	30,8%	8
Biolvent International AB	2012-02-14	-17,1%	17,7%	-44,9%	Generella åtaganden	104,8	26,39	1256,74	8,3%	0,0%	11
Biolin Scientific AB	2009-10-29	-0,1%	0,9%	-50,4%	Investeringar	24,1	0,98	172,69	14,0%	19,5%	11
Biophausia AB	2009-04-07	9,2%	12,0%	-10,2%	Generella åtaganden	64	10,59	1998,42	12,8%	45,8%	11
Black Earth Farming Limited	2012-10-22	5,8%	2,0%	4,0%	Investeringar	530	0,78	1482,76	35,7%	27,3%	5
Bong AB	2013-06-17	-46,6%	-30,1%	-5,1%	Återbetalning av skuld	126	0,23	120,62	104,5%	57,3%	24
Cision AB	2010-02-15	-21,0%	6,7%	-41,0%	Återbetalning av skuld	253	0,58	521,81	48,5%	39,3%	12
Cloetta AB	2012-01-24	-3,4%	-6,0%	7,3%	Återbetalning av skuld	1065	0,24	755,75	140,9%	49,5%	4
CTT Systems AB	2007-10-12	6,5%	9,7%	36,0%	Generella åtaganden	41,6	5,7	323,57	12,9%	25,2%	10
Cybercom Group AB	2012-07-13	-35,8%	-73,8%	11,9%	Generella åtaganden	125,6	0,37	299,53	41,9%	14,1%	13
Cybercom Group AB	2009-05-20	-1,8%	11,7%	68,6%	Återbetalning av skuld	100	0,56	503,99	19,8%	29,1%	10
Cybercom Group AB	2007-08-30	4,0%	2,8%	-56,3%	Investeringar	368	1,13	802,11	45,9%	0,0%	8
Diös fastigheter AB	2010-11-01	0,2%	3,4%	-42,3%	Investeringar	96	0,87	1324,75	7,2%	70,6%	4
Diös Fastigheter AB	2011-09-22	5,5%	-20,2%	-25,5%	Investeringar	1120	0,47	1281,6	87,4%	74,6%	5
Elanders AB	2014-04-02	1,0%	0,4%	-72,1%	Investeringar	125	0,74	957,41	13,1%	49,8%	25
Elanders AB	2010-07-15	-11,0%	-25,8%	25,0%	Generella åtaganden	215	0,35	267,19	80,5%	48,5%	21
Elanders AB	2007-01-31	7,4%	30,3%	12,1%	Investeringar	153	1,44	1172,63	13,0%	50,1%	18
Endomines AB	2014-09-30	-34,7%	-35,0%	-19,4%	Generella åtaganden	96,1	0,53	168,65	57,0%	17,0%	7
Eniro AB	2010-10-28	-45,8%	-21,7%	43,1%	Återbetalning av skuld	2500	0,36	1260,34	198,4%	54,8%	10
Eniro AB	2009-04-27	58,8%	73,5%	108,4%	Återbetalning av skuld	2517	0,27	1679,51	149,9%	53,9%	9
Formpipe Software AB	2012-05-07	-1,2%	-39,7%	-26,7%	Investeringar	125	0,75	180,45	69,3%	42,5%	7
Getinge AB	2008-02-01	-3,4%	-14,6%	-31,5%	Återbetalning av skuld	1514	2,81	32682,54	4,6%	55,4%	15
Geveke AB	2010-02-25	-16,7%	-16,8%	-57,1%	Återbetalning av skuld	165	0,98	213,47	77,3%	48,8%	10
Gunnebo AB	2009-10-23	-8,7%	0,7%	-14,1%	Återbetalning av skuld	501	1,18	1661,24	33,7%	41,1%	16
Haldex AB	2009-10-23	-2,2%	-7,4%	22,1%	Generella åtaganden	504	0,63	1493,83	30,2%	30,6%	21
Hemtex AB	2011-02-15	-6,2%	-17,7%	91,3%	Återbetalning av skuld	328,6	7,43	505,19	65,0%	23,8%	6
Hemtex AB	2009-03-31	-2,8%	80,5%	149,1%	Återbetalning av skuld	164,3	1,32	519,27	31,6%	30,1%	4
Hexagon	2010-11-19	1,0%	-2,8%	-28,5%	Återbetalning av skuld	6521	2,08	38538,12	16,9%	47,5%	22
Hexpol AB	2011-02-17	-4,0%	-5,0%	-26,9%	Återbetalning av skuld	551	1,79	4236,91	13,0%	40,7%	3
Husqvarna AB	2009-02-20	-7,0%	15,7%	11,2%	Generella åtaganden	3059	1,21	10839,41	28,2%	41,5%	3
ICA Gruppen AB	2013-04-29	1,3%	-1,3%	-30,1%	Återbetalning av skuld	5032	0,85	13388,65	37,6%	27,9%	8
Kappahl AB	2012-10-10	-23,5%	38,8%	141,4%	Återbetalning av skuld	383	1	1384,49	27,7%	32,9%	6
Kappahl AB	2011-09-30	-33,9%	-23,6%	54,1%	Återbetalning av skuld	600,32	1,6	1388,24	43,2%	65,7%	5
Karo Pharma AB	2014-02-13	-9,4%	29,4%	-65,6%	Generella åtaganden	77,7	8,73	357,08	21,8%	0,3%	16
Karo Pharma AB	2012-10-24	-16,5%	12,1%	3,6%	Generella åtaganden	38,7	3,88	178,05	21,7%	0,0%	14
Karo Pharma AB	2010-10-26	-16,7%	-58,9%	-104,5%	Generella åtaganden	330	2,46	843,8	39,1%	0,4%	12
Karo Pharma AB	2009-10-26	-9,0%	18,7%	-21,0%	Generella åtaganden	166,4	3,67	789,61	16,1%	1,0%	11
Karo Pharma AB	2007-03-27	-10,8%	22,0%	-96,6%	Generella åtaganden	406	3,53	1393,43	29,1%	0,2%	9
Kungsliden AB	2014-08-15	1,0%	2,8%	23,4%	Investeringar	1593	0,71	6470,19	24,6%	56,2%	15
Meda AB	2014-11-06	-3,8%	4,5%	-15,8%	Återbetalning av skuld	2027	1,6	33074,79	6,1%	57,7%	19
Meda AB	2008-10-14	3,7%	-5,6%	-32,9%	Återbetalning av skuld	1511	1,13	15025,78	10,1%	53,7%	13
Medivir	2010-03-29	-0,2%	-34,0%	-84,4%	Generella åtaganden	303	4,38	2595,93	11,7%	0,0%	14
Midsona AB	2009-10-22	-5,1%	-17,1%	-102,1%	Generella åtaganden	127,4	0,62	432,5	29,5%	34,3%	10
Midsona AB	2006-12-21	7,6%	5,1%	-47,6%	Investeringar	231	1,75	899,15	25,7%	60,6%	7
MultiQ International AB	2013-08-30	7,0%	50,5%	43,9%	Generella åtaganden	15,25	0,52	23,72	64,3%	1,3%	16
Mycronic AB	2010-03-26	21,3%	-1,7%	14,6%	Investeringar	245	0,74	979,16	25,0%	0,9%	10
Nordea Bank AB	2009-02-10	-2,3%	37,3%	24,5%	Generella åtaganden	2967,4	0,58	133905,5	22,2%	87,7%	12
Note AB	2010-03-02	3,4%	28,9%	65,8%	Generella åtaganden	87	0,78	168,42	51,7%	48,8%	6
Oasmia Pharmaceutical AB	2014-11-11	5,5%	3,9%	-47,4%	Investeringar	176	4,29	1611,72	10,9%	22,2%	9
Oasmia Pharmaceutical AB	2012-10-18	-18,4%	16,7%	1,5%	Investeringar	123	1,17	372,06	33,1%	24,8%	7
Orexo AB	2011-05-04	-14,6%	-28,2%	-69,1%	Generella åtaganden	245	3,51	1092,95	22,4%	28,7%	6
PA Resources AB	2013-06-05	-48,7%	-24,6%	72,3%	Återbetalning av skuld	891,2	0,32	571,5	155,9%	55,0%	7
PA Resources AB	2010-05-07	-9,5%	-17,8%	-7,0%	Generella åtaganden	1761	0,53	2801,49	62,9%	45,6%	4
Precise Biometrics AB	2009-07-30	7,6%	-70,0%	-264,5%	Generella åtaganden	54	7,45	338,08	16,0%	9,0%	10
Profilgruppen AB	2014-05-20	-9,3%	3,6%	63,9%	Generella åtaganden	41,9	0,8	160,31	26,1%	25,5%	17
Qliro Group AB	2014-10-22	-11,9%	16,7%	-16,2%	Investeringar	647	1,52	2000,21	32,3%	0,0%	4
Qliro Group AB	2013-04-17	-23,6%	-9,2%	34,5%	Generella åtaganden	514	3,49	2401,58	21,4%	25,1%	3
RNB Retail and Brands AB	2013-02-22	-36,6%	-30,4%	59,6%	Återbetalning av skuld	463	0,51	218,36	212,0%	4,8%	12
RNB Retail and Brands AB	2009-08-26	4,8%	46,3%	37,9%	Generella åtaganden	315	0,72	776,27	40,6%	43,2%	8
RNB Retail and Brands AB	2008-06-18	-19,3%	-17,5%	17,8%	Återbetalning av skuld	342	0,98	1381,31	24,8%	41,4%	7
Rotterros AB	2009-10-12	11,1%	17,8%	-38,7%	Investeringar	225	0,42	461,66	48,7%	8,5%	18
SAS AB	2010-02-09	-23,7%	-24,9%	-12,2%	Återbetalning av skuld	4959	0,6	8710,27	56,9%	44,6%	21
SAS AB	2009-02-03	-22,5%	-82,3%	-149,2%	Generella åtaganden	6057	0,62	7089,95	85,4%	55,7%	20
Sensys Gatso Group AB	2012-02-21	-32,8%	-14,4%	152,1%	Generella åtaganden	28,8	1,42	138,19	20,8%	0,0%	12
Sensys Gatso Group AB	2010-10-12	-14,4%	15,0%	14,6%	Generella åtaganden	50,4	1,72	261,27	19,3%	2,2%	10
Sintercast AB	2009-08-04	-7,5%	55,5%	128,7%	Generella åtaganden	23,1	4,85	244,88	9,4%	0,0%	16
SEB AB	2009-02-05	13,1%	36,8%	51,7%	Generella åtaganden	15070	0,26	25393,04	59,3%	89,9%	30
Stockvik Förvaltning AB	2013-08-27	-0,3%	18,6%	244,6%	Generella åtaganden	12,5	1,49	438,8	28,5%	56,2%	24
Swedish Orphan Biovitrum AB	2011-03-29	-4,7%	9,1%	21,2%	Generella åtaganden	637	1,34	6641,27	9,6%	12,4%	5
Teligent AB	2007-07-30	-21,9%	-44,0%	-90,5%	Generella åtaganden	231	0,89	252,16	91,6%	31,2%	8
Tilgin AB	2008-02-19	53,3%	2,7%	136,0%	Generella åtaganden	72	0,97	96,89	74,3%	0,9%	2
Tradedoubler AB	2009-10-26	-33,1%	-33,7%	-134,5%	Återbetalning av skuld	356	4,6	2207,93	21,1%	33,5%	4
Trelleborg AB	2009-03-23	5,0%	78,0%	183,8%	Återbetalning av skuld	2169	0,22	2458,06	88,2%	42,3%	23
Trenton AB	2011-09-06	2,4%	47,3%	122,6%	Generella åtaganden	130	0,32	179,64	72,4%	19,5%	13
Trenton AB	2008-10-01	-8,8%	-49,4%	95,9%	Generella åtaganden	73,4	1,86	540,38	13,6%	27,9%	10
Venue Retail Group	2008-03-10	-26,4%	-50,0%	-111,2%	Återbetalning av skuld	7392,8	1,84	327,57	28,3%	42,2%	11
Venue Retail Group	2014-06-26	-0,8%	-0,5%	92,8%	Generella åtaganden	50	0,65	161,72	30,9%	37,7%	17
Viking Supply Ships AB	2011-08-04	-9,8%	-7,2%	-74,1%	Investeringar	555	0,4	927,5	59,8%	54,7%	20

Bilaga 2. Kategorisering av motiv

Exempel på prospekt som placerats i motivgruppen *investeringar*. Exemplet är hämtat från Elanders AB prospekt till nyemission 2014.

Bakgrund och motiv

För att delfinansiera förvärvet av Mentor Media beslutade årsstämman i Elanders den 6 maj 2014, i enlighet med styrelsens förslag, att genomföra en nyemission om högst cirka 125 miljoner kronor före emissionskostnader. Övrig finansiering som krävs till förvärvet av Mentor Media kommer att täckas av externa krediter. Köpeskillingen för Mentor Media uppgår till cirka 312 miljoner kronor på skuldfri basis¹.

Genom förvärvet av Mentor Media flyttar Elanders fram positionerna och utökar det globala erbjudandet med supply chain-tjänster. Förvärvet görs som ett led i Elanders strategiförändring att minska exponeringen mot traditionell tryckeriverksamhet och för att få ett än starkare fotfäste i den fortsatta utvecklingen och expansionen av Elanders verksamhet. Mentor Media är ett Singapore-baserat supply chain-företag med närvaro främst i Kina, Singapore, Indien och USA. Mentor Media fokuserar på elektronik- och datorindustrin med särskilt fokus på produkt- och komponentflöden med korta ledtider och omfattande statistikrapportering till kunderna. Tjänsterna omfattar bland annat sourcing, komponentinköp, orderhantering och lagerhållning, distribution, returlogistik och reparationstjänster samt e-handelslösningar. Mentor Media grundades 1984, noterades på Singaporebörsen 1999 och köptes 2006 upp av ett konsortium av investerare varvid bolaget avnoterades från börsen.

Förvärvet innebär att Elanders ytterligare stärker och utökar sitt erbjudande till globala kunder och tar ett steg uppåt i värdekedjan. Till de tidigare produktområdena Print & Packaging Solutions samt e-Commerce Solutions adderas nu även produktområdet Supply Chain Solutions. Mentor Media har en stark position i Asien och dess storlek gör att Elanders framtida försäljning till cirka 40 procent kommer att häröra från tillväxtmarknaderna i Asien. Utöver supply chain-erbjudandet kommer Mentor Media även att stärka Elanders e-Commerce-erbjudande till såväl företag som konsumenter.

Mentor Medias omsättning 2013 var cirka 186 miljoner USD. Omsättningen för Elanders förväntas genom förvärvet öka till cirka 3,5 miljarder kronor under 2014 och antalet anställda öka från 1900 till cirka 3400. Mentor Media konsoliderades redovisningsmässigt med Elanders från den 1 januari 2014. Förvärvet adderar ny verksamhet till Bolaget och styrelsen förväntar sig potentiell merförsäljning såväl geografiskt som i gemensamma kundportföljer, men inga större kostnadssynergier. En väsentlig resultatförbättring väntas dock redan under 2014.

I övrigt hänvisar styrelsen till detta Prospekt som upprättats med anledning av Erbjudandet.

Styrelsen för Elanders är ansvarig för innehållet i detta Prospekt. Härmed försäkras att styrelsen har vidtagit alla rimliga försiktighetsåtgärder för att säkerställa att uppgifterna i Prospektet, såvitt styrelsen vet, överensstämmer med de faktiska förhållandena och att ingenting är utelämnat som skulle kunna påverka dess innebörd.

Mölnlycke den 9 maj 2014

Elanders AB (publ)
Styrelsen

Exempel på prospekt som placerats i motivgruppen *återbetalning av skuld*. Exemplet är hämtat ifrån KappAhl AB prospekt till nyemission 2011.

BAKGRUND OCH MOTIV

KappAhl är en ledande modekedja med hemmamarknad i Norden som säljer prisvärt mode till väldefinierade kundsegment genom cirka 370 butiker i fem länder. Bolaget har utvecklats väl sedan börsintroduktionen 2006 och uppfyllt såväl de operationella som finansiella målen till och med räkenskapsåret 2009/2010. Baserat på rörelsens starka och stabila kassaflöde har Bolaget haft möjligheten att tillämpa en strategi med en effektiv kapitalstruktur. Detta har skapat utrymme för att distribuera en betydande del av Bolagets resultat till aktieägarna i form av aktieutdelning. Sedan börsintroduktionen 2006 har 1 857 miljoner kronor distribuerats till aktieägarna vilket motsvarar 24,75 kronor per aktie. Under samma period har KappAhl samtidigt fortsatt sin expansion och öppnat mer än 100 nya butiker.

Under det senaste räkenskapsåret 2010/2011 har KappAhl upplevt en väsentligt svagare efterfrågan än vad Bolaget förutsett och planerat för. Samtidigt har produktsortimentet inte motsvarat kundernas förväntningar i tillräckligt hög grad. Detta har sammantaget resulterat i en svagare försäljning än förväntat. En högre realisationsandel och högre inköpskostnader har medfört en försämrad lönsamhet. Den svagare försäljningen har även medfört ett ökat lager och ökad kapitalbindning. Bolagets skuldsättning i förhållande till resultat har ökat väsentligt under de senaste kvartalen och överstiger Bolagets finansiella mål, främst till följd av den svaga resultatutvecklingen. För räkenskapsåret 2010/2011 föreslås ingen utdelning.

Skuldsättningen mätt som räntebärande nettoskuld i förhållande till Bolagets rörelseresultat före avskrivningar uppgick vid utgången av räkenskapsåret 2010/2011 till 5,1 att jämföra med Bolagets mål om högst 3,0. Detta har föranlett en omförhandling av låneavtal med Bolagets kreditgivare där ett nytt treårigt bankavtal tecknats med totala lånelimiten uppgående till 2 550 miljoner kronor. Ett antal åtgärder för att förbättra kassaflödet vidtas, innefattande till exempel temporärt lägre investeringar och expansionstakt för utbyggnaden av butiksnätet samt lagerreduktion vilket sammanlagt bedöms leda till att skuldnivån kan sänkas med cirka 200 miljoner kronor utöver emissionslikviden.

KappAhls styrelse har fattat beslut om att genomföra en nyemission om cirka 600 miljoner kronor med företrädesrätt för Bolagets aktieägare i syfte att stärka Bolagets finansiella ställning och reducera Bolagets skuldsättning¹. Nyemissionslikviden avses i sin helhet användas till amortering av banklån². I och med det nya bankavtalet uppgår KappAhls förväntade räntekostnad, inklusive avgifter, för innevarande räkenskapsår till cirka 8 procent på nyttjat belopp. Nyemissionen skapar förutsättningar för att snabbare reducera skuldsättningen till en nivå i linje med Bolagets finansiella mål. I en fortsatt osäker marknad står KappAhl bättre rustade att bibehålla sin starka marknadsposition och säkerställa den långsiktiga tillväxt- och lönsamhetspotentialen med en starkare finansiell ställning. KappAhls styrelse har i samband med nyemissionsbeslutet uppdaterat Koncernens mål innefattande bland annat en förändrad utdelningspolicy. Utdelningen ska, under förutsättning att finansiella mål uppfylls, uppgå till 40–60 procent av resultatet efter skatt jämfört med tidigare mål om 70–100 procent.

Styrelsen för KappAhl är ansvarig för innehållet i detta prospekt. Härmed försäkras att styrelsen har vidtagit alla rimliga försiktighetsåtgärder för att säkerställa att uppgifterna i prospektet, såvitt styrelsen vet, överensstämmer med de faktiska förhållandena och att ingenting är utelämnat som skulle kunna påverka dess innebörd.

Möln dal den 11 november 2011

KappAhl AB (publ)
Styrelsen

Exempel på prospekt som placerats i motivgruppen *generella åtaganden*. Exemplet är hämtat ifrån MultiQ International AB prospekt till nyemission 2013.

Bakgrund och motiv

MultiQ är sedan lång tid tillbaka en etablerad aktör inom Digital Signage och bildskärmlösningar, med fokus på framför allt detaljhandeln och spelmarknaden där Bolaget har en stark position. Ytterligare ett viktigt segment är säkerhetsbranschen där det finns ett tydligt behov av Bolagets produkter.

MultiQ har som ambition att växa och bredda sin verksamhet och som ett led i detta ingicks den 29 augusti 2013 ett avtal om att förvärva samtliga utestående aktier i Publiq. Förvärvet godkändes av en extra bolagsstämma den 30 september 2013.

Genom förvärvet av Publiq uppnår MultiQ en stark position inom kompletterande kundsegment såsom bank och finans, transport samt offentliga verksamheter. Vidare stärks Bolagets position inom detaljhandeln där Publiq har ett antal detaljhandelskedjor bland sina kunder.

Förvärvet skapar en stark plattform för tillväxt och lönsamhet. Ett bredare erbjudande och segmentfokus skapar tillväxtmöjligheter samtidigt som en större storlek skapar skalfördelar och förutsättningar för god lönsamhet. Vidare kommer det gemensamma Bolaget ha bättre förutsättningar att expandera internationellt. Förvärvet medför dessutom betydande kostnadssynergier.

Förvärvet av Publiq kommer att ha en positiv effekt på Bolagets kassaflöde, det är dock styrelsens bedömning att befintliga likvida medel inte är fullt tillräckligt för att finansiera Bolaget de kommande tolv månaderna.

För att stärka Bolagets likviditet och finansiera Bolaget fram tills lönsamhet kan uppnås genomför MultiQ en Nyemission på omkring 15 mkr. En starkt finansiell ställning skapar också flexibilitet och möjlighet till långsiktiga tillväxtsatsningar inom utvalda segment.

För ytterligare information hänvisas till detta prospekt som har upprättats av styrelsen i MultiQ med anledning av Nyemissionen samt av upptagande till handel av de 35 913 576 aktier som emitteras med anledning av förvärvet av Publiq. Styrelsen för MultiQ är ansvarig för informationen i prospektet och härmed försäkras att alla rimliga försiktighetsåtgärder har vidtagits för att säkerställa att uppgifterna i prospektet, såvitt Bolagets styrelse känner till, överensstämmer med de faktiska förhållandena och att ingenting är utelämnat som skulle kunna påverka dess innebörd.

Malmö den 7 oktober 2013

Styrelsen i MultiQ International AB (publ)

Bilaga 3. Korrelationsmatris

Korrelationsmatris - 1 dag

	CAR	GENERELL	INVEST	SKULD	LNBORSVARDE	LNREEMISSIONSBELOPP	LNMARKET_TO_BOOK	LNANTALAR	SKULDSATTNINGSGRAD
CAR	1.00000	-	-	-	-	-	-	-	-
GENERELL	0.06176	1.00000	-	-	-	-	-	-	-
INVEST	0.18439	-0.50709	1.00000	-	-	-	-	-	-
SKULD	-0.23071	-0.64758	-0.32838	1.00000	-	-	-	-	-
LNBORSVARDE	0.09948	-0.20518	0.06040	0.27826	1.00000	-	-	-	-
LNREEMISSIONSBELOPP	-0.12508	-0.12003	-0.05091	0.17655	-0.35520	1.00000	-	-	-
LNMARKET_TO_BOOK	-0.03707	0.27014	-0.12918	-0.18184	0.10467	-0.66606	1.00000	-	-
LNANTALAR	-0.02400	0.09250	-0.07133	-0.03831	0.09149	-0.17449	0.06576	1.00000	-
SKULDSATTNINGSGRAD	0.04500	-0.21768	-0.00595	0.24382	0.44891	0.03068	-0.23034	0.19394	1.00000

Korrelationsmatris - Kvartal

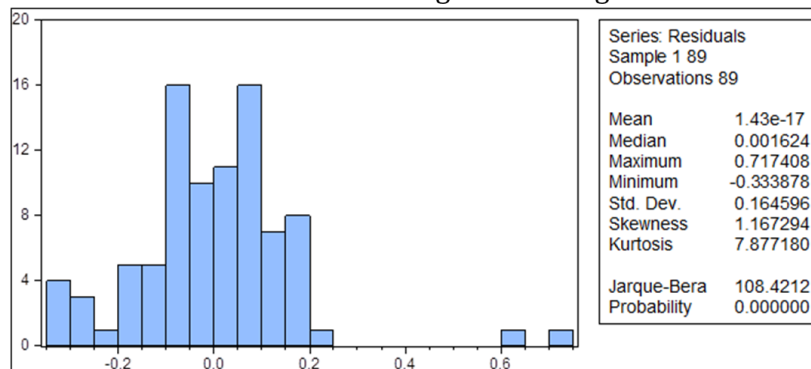
	CAR	GENERELL	INVEST	SKULD	LNBORSVARDE	LNREEMISSIONSBELOPP	LNMARKET_TO_BOOK	LNANTALAR	SKULDSATTNINGSGRAD
CAR	1.00000								
GENERELL	0.00171	1.00000							
INVEST	-0.02884	-0.49788	1.00000						
SKULD	0.02333	-0.65254	-0.33227	1.00000					
LNBORSVARDE	0.08905	-0.21054	-0.06371	0.28465	1.00000				
LNREEMISSIONSBELOPP	-0.13841	-0.14224	-0.05745	0.20489	-0.34033	1.00000			
LNMARKET_TO_BOOK	-0.07396	0.28258	-0.11806	-0.20417	0.09181	-0.67139	1.00000		
LNANTALAR	0.04576	0.07613	-0.07811	-0.01454	0.08848	-0.15736	0.01084	1.00000	
SKULDSATTNINGSGRAD	0.08782	-0.22052	-0.00809	0.24690	0.44521	0.04008	-0.24672	0.19751	1.00000

Korrelationsmatris - 1 år

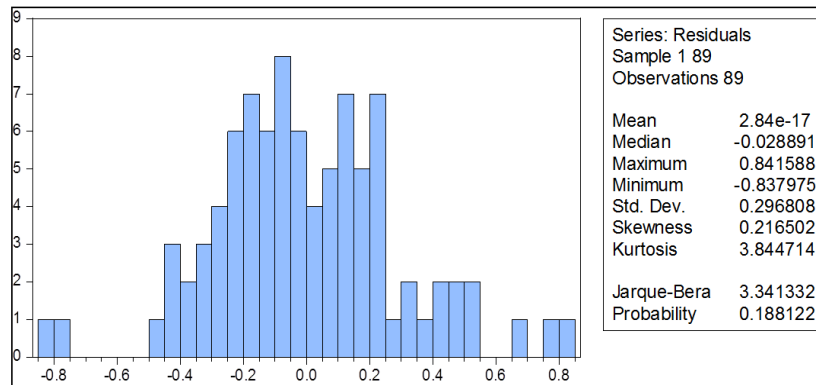
	CAR	GENERELL	INVEST	SKULD	LNBORSVARDE	LNREEMISSIONSBELOPP	LNMARKET_TO_BOOK	LNANTALAR	SKULDSATTNINGSGRAD
CAR	1.00000	-	-	-	-	-	-	-	-
GENERELL	0.10435	1.00000	-	-	-	-	-	-	-
INVEST	-0.20424	-0.49788	1.00000	-	-	-	-	-	-
SKULD	0.06497	-0.65254	-0.33227	1.00000	-	-	-	-	-
LNBORSVARDE	-0.21797	-0.21054	-0.06371	0.28465	1.00000	-	-	-	-
LNREEMISSIONSBELOPP	0.15365	-0.14224	-0.05745	0.20489	-0.34033	1.00000	-	-	-
LNMARKET_TO_BOOK	-0.22776	0.28258	-0.11806	-0.20417	0.09181	-0.67139	1.00000	-	-
LNANTALAR	-0.06769	0.08558	-0.07811	-0.02482	0.08817	-0.15798	0.00810	1.00000	-
SKULDSATTNINGSGRAD	0.04908	-0.23073	-0.00809	0.25800	0.44555	0.04075	-0.24377	0.19751	1.00000

Bilaga 4. Normalfördelningstest

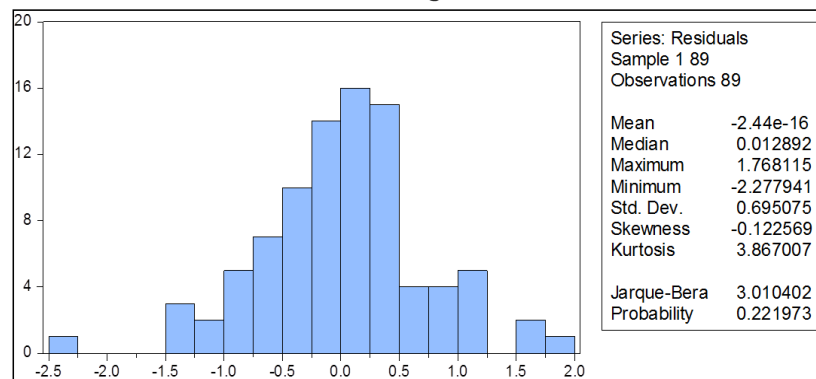
Normalfördelningstest - 1 dag



Normalfördelningstest – Kvartal



Normalfördelningstest – 1 år



Bilaga 5. Heteroskedasticitetstest

Heteroskedasticitetstest – 1 dag

Heteroskedasticity Test: White					Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey				
F-statistic	1.536597	Prob. F(5,83)	0.1874		F-statistic	2.452226	Prob. F(5,83)	0.0401	
Obs*R-squared	7.540398	Prob. Chi-Square(5)	0.1835		Obs*R-squared	11.45526	Prob. Chi-Square(5)	0.0431	
Scaled explained SS	22.55022	Prob. Chi-Square(5)	0.0004		Scaled explained SS	34.25795	Prob. Chi-Square(5)	0	
Test Equation:					Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2					Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares					Method: Least Squares				
Date: 05/12/16 Time: 16:00					Date: 05/12/16 Time: 09:55				
Sample: 1 89					Sample: 1 89				
Included observations: 89					Included observations: 89				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.06861	0.023448	2.92611	0.0044	C	0.080756	0.038482	2.09853	0.0389
GENERELL^2	-0.020168	0.018139	-1.11185	0.2694	GENERELL	-0.010309	0.01833	-0.5624	0.5754
INVEST^2	-0.031199	0.021956	-1.42099	0.1591	INVEST	-0.022133	0.021939	-1.00882	0.316
LNBORVARDE^2	-0.000266	0.000355	-0.75037	0.4552	LNBORVARDE	-0.001851	0.005264	-0.3517	0.726
LNREEMISSONSBELOPP^2	-0.007404	0.004234	-1.74882	0.084	LNREEMISSONSBELOPP	0.027552	0.012895	2.1366	0.0356
LNMARKET_TO_BOOK^2	0.002442	0.003678	0.66379	0.5087	LNMARKET_TO_BOOK	0.002204	0.009472	0.23266	0.8166
R-squared	0.084724	Mean dependent var	0.02679		R-squared	0.128711	Mean dependent var	0.02679	
Adjusted R-squared	0.029586	S.D. dependent var	0.07065		Adjusted R-squared	0.076223	S.D. dependent var	0.07065	
S.E. of regression	0.069593	Akaike info criterion	-2.42726		S.E. of regression	0.0679	Akaike info criterion	-2.47651	
Sum squared resid	0.401989	Schwarz criterion	-2.25949		Sum squared resid	0.38267	Schwarz criterion	-2.30874	
Log likelihood	114.013	Hannan-Quinn criter.	-2.35963		Log likelihood	116.2047	Hannan-Quinn criter.	-2.40889	
F-statistic	1.536597	Durbin-Watson stat	2.01511		F-statistic	2.452226	Durbin-Watson stat	1.9375	
Prob(F-statistic)	0.187395				Prob(F-statistic)	0.040088			

Heteroskedasticitetstest – Kvartal

Heteroskedasticity Test: White					Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey				
F-statistic	1,473541	Prob, F(5,83)	0,2073		F-statistic	1,694344	Prob, F(5,83)	0,145	
Obs*R-squared	7,256194	Prob, Chi-Square(5)	0,2023		Obs*R-squared	8,2428	Prob, Chi-Square(5)	0,1434	
Scaled explained SS	8,976223	Prob, Chi-Square(5)	0,11		Scaled explained SS	10,1967	Prob, Chi-Square(5)	0,0698	
Test Equation:					Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2					Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares					Method: Least Squares				
Date: 05/12/16 Time: 16:19					Date: 05/12/16 Time: 10:09				
Sample: 1 89					Sample: 1 89				
Included observations: 89					Included observations: 89				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob,	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob,
C	0,123085	0,049154	2,504102	0,0142	C	0,11014	0,082195	1,339984	0,1839
GENERELL^2	0,008177	0,038089	0,214691	0,8305	GENERELL	0,024155	0,039239	0,615578	0,5399
INVEST^2	-0,06017	0,046058	-1,306406	0,195	INVEST	-0,055023	0,046936	-1,172291	0,2444
LNBOORSVARDE^2	8,37E-05	0,000744	0,112531	0,9107	LNBOORSVARDE	0,001192	0,011244	0,10599	0,9158
LNREEMISSIONSBELOPP^2	-0,016695	0,00887	-1,882213	0,0633	LNREEMISSIONSBELOPP	0,023971	0,027497	0,871774	0,3858
LNMARKET_TO_BOOK^2	0,002363	0,007692	0,307207	0,7595	LNMARKET_TO_BOOK	-0,018968	0,02013	-0,942256	0,3488
R-squared	0,08153	Mean dependent var	0,087105		R-squared	0,092616	Mean dependent var	0,087105	
Adjusted R-squared	0,026201	S,D, dependent var	0,147746		Adjusted R-squared	0,037954	S,D, dependent var	0,147746	
S.E. of regression	0,145798	Akaike info criterion	-0,948159		S.E. of regression	0,144915	Akaike info criterion	-0,960302	
Sum squared resid	1,764326	Schwarz criterion	-0,780386		Sum squared resid	1,743031	Schwarz criterion	-0,792529	
Log likelihood	48,19309	Hannan-Quinn criter,	-0,880535		Log likelihood	48,73345	Hannan-Quinn criter,	-0,892678	
F-statistic	1,473541	Durbin-Watson stat	1,266577		F-statistic	1,694344	Durbin-Watson stat	1,222798	
Prob(F-statistic)	0,207267				Prob(F-statistic)	0,14502			

Heteroskedasticitetstest – 1 år

Heteroskedasticity Test: White					Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey				
F-statistic	0,787897	Prob, F(7,81)	0,5994		F-statistic	1,014167	Prob, F(7,81)	0,4277	
Obs*R-squared	5,67368	Prob, Chi-Square(7)	0,5783		Obs*R-squared	7,171757	Prob, Chi-Square(7)	0,4112	
Scaled explained SS	6,7368	Prob, Chi-Square(7)	0,4568		Scaled explained SS	8,515582	Prob, Chi-Square(7)	0,2893	
Test Equation:					Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2					Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares					Method: Least Squares				
Date: 05/12/16 Time: 16:07					Date: 05/12/16 Time: 10:30				
Sample: 1 89					Sample: 1 89				
Included observations: 89					Included observations: 89				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob,	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob,
C	0,818044	0,315472	2,593083	0,0113	C	1,292725	0,542262	2,383951	0,0195
GENERELL^2	-0,011678	0,215164	-0,054274	0,9569	GENERELL	-0,059528	0,221428	-0,268835	0,7887
INVEST^2	-0,254202	0,260263	-0,976713	0,3316	INVEST	-0,234012	0,264237	-0,885614	0,3784
LNBOORSVARDE^2	-0,007517	0,004838	-1,553701	0,1242	LNBOORSVARDE	-0,128824	0,069385	-1,856655	0,067
LNREEMISSIONSBELOPP^2	-0,012563	0,050963	-0,246509	0,8059	LNREEMISSIONSBELOPP	0,069149	0,157482	0,439092	0,6618
LNMARKET_TO_BOOK^2	0,006995	0,044808	0,156116	0,8763	LNMARKET_TO_BOOK	0,137254	0,116482	1,178323	0,2421
LNANTALAR^2	0,0174	0,033998	0,511788	0,6102	LNANTALAR	0,04733	0,140242	0,337489	0,7366
SKULDSATTNINGSGRAD_^2	0,035088	0,618495	0,056731	0,9549	SKULDSATTNINGSGRAD_	0,252629	0,452044	0,558859	0,5778
R-squared	0,063749	Mean dependent var	0,4777		R-squared	0,080582	Mean dependent var	0,4777	
Adjusted R-squared	-0,017161	S,D, dependent var	0,813437		Adjusted R-squared	0,001126	S,D, dependent var	0,813437	
S.E. of regression	0,820387	Akaike info criterion	2,527506		S.E. of regression	0,812979	Akaike info criterion	2,509364	
Sum squared resid	54,51578	Schwarz criterion	2,751204		Sum squared resid	53,53567	Schwarz criterion	2,733062	
Log likelihood	-104,474	Hannan-Quinn criter,	2,617672		Log likelihood	-103,6667	Hannan-Quinn criter,	2,59953	
F-statistic	0,787897	Durbin-Watson stat	1,931196		F-statistic	1,014167	Durbin-Watson stat	1,892556	
Prob(F-statistic)	0,599435				Prob(F-statistic)	0,427652			

Bilaga 6. VIF-test

En dag

Variance Inflation Factors			
Date: 05/12/16 Time: 09:55			
Sample: 1 89			
Included observations: 89			
Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	0.009226	28.58674	N/A
GENERELL	0.002093	3.206454	1.621241
INVEST	0.002999	1.879226	1.499158
LNBORSVARDE	0.000173	26.24099	1.367448
LNREEMISSIONSBELOPP	0.001036	6.700475	2.308265
LNMARKET_TO_BOOK	0.000559	2.116008	2.041463

Kvartal

Variance Inflation Factors			
Date: 05/12/16 Time: 10:11			
Sample: 1 89			
Included observations: 89			
Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	0.042827	39.88308	N/A
GENERELL	0.007059	3.250034	1.643276
INVEST	0.010099	1.902034	1.517353
LNBORSVARDE	0.000698	31.89841	1.662263
LNREEMISSIONSBELOPP	0.003583	6.964431	2.399196
LNMARKET_TO_BOOK	0.001965	2.235886	2.157118
LNANTALAR	0.002833	14.77728	1.102327
SKULDSATTNINGSGRAD	0.029506	4.556337	1.454851

1 år

Variance Inflation Factors			
Date: 05/12/16 Time: 10:30			
Sample: 1 89			
Included observations: 89			
Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	0.233518	39.59585	N/A
GENERELL	0.038938	3.264084	1.650379
INVEST	0.055449	1.901524	1.516946
LNBORSVARDE	0.003823	31.80359	1.657322
LNREEMISSIONSBELOPP	0.019695	6.971088	2.401489
LNMARKET_TO_BOOK	0.010775	2.232427	2.153781
LNANTALAR	0.015619	14.83255	1.106449
SKULDSATTNINGSGRAD	0.162280	4.562704	1.456884

Bilaga 7. Regressionstester

En dag	Kvartal	1 år																																																																																																																																																																																																
Dependent Variable: CAR Method: Least Squares Date: 05/12/16 Time: 09:50 Sample: 189 Included observations: 89	Dependent Variable: CAR Method: Least Squares Date: 05/12/16 Time: 10:01 Sample: 189 Included observations: 89	Dependent Variable: CAR Method: Least Squares Date: 05/12/16 Time: 10:20 Sample: 189 Included observations: 89																																																																																																																																																																																																
<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>C</td> <td>-0.125654</td> <td>0.032907</td> <td>-3.818473</td> <td>0.0003</td> </tr> <tr> <td>GENERELL</td> <td>0.065893</td> <td>0.041801</td> <td>1.576326</td> <td>0.1186</td> </tr> <tr> <td>INVEST</td> <td>0.118362</td> <td>0.052030</td> <td>2.274868</td> <td>0.0254</td> </tr> </tbody> </table>	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	C	-0.125654	0.032907	-3.818473	0.0003	GENERELL	0.065893	0.041801	1.576326	0.1186	INVEST	0.118362	0.052030	2.274868	0.0254	<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>C</td> <td>-0.000296</td> <td>0.060128</td> <td>-0.004916</td> <td>0.9961</td> </tr> <tr> <td>GENERELL</td> <td>-0.010332</td> <td>0.076380</td> <td>-0.135270</td> <td>0.8927</td> </tr> <tr> <td>INVEST</td> <td>-0.028464</td> <td>0.095071</td> <td>-0.299400</td> <td>0.7654</td> </tr> </tbody> </table>	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	C	-0.000296	0.060128	-0.004916	0.9961	GENERELL	-0.010332	0.076380	-0.135270	0.8927	INVEST	-0.028464	0.095071	-0.299400	0.7654	<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>C</td> <td>0.147396</td> <td>0.147505</td> <td>0.999261</td> <td>0.3205</td> </tr> <tr> <td>GENERELL</td> <td>0.005442</td> <td>0.187374</td> <td>0.029045</td> <td>0.9769</td> </tr> <tr> <td>INVEST</td> <td>-0.387976</td> <td>0.233225</td> <td>-1.668324</td> <td>0.0998</td> </tr> </tbody> </table>	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	C	0.147396	0.147505	0.999261	0.3205	GENERELL	0.005442	0.187374	0.029045	0.9769	INVEST	-0.387976	0.233225	-1.668324	0.0998																																																																																																																																				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																																																																																																																																																																																														
C	-0.125654	0.032907	-3.818473	0.0003																																																																																																																																																																																														
GENERELL	0.065893	0.041801	1.576326	0.1186																																																																																																																																																																																														
INVEST	0.118362	0.052030	2.274868	0.0254																																																																																																																																																																																														
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																																																																																																																																																																																														
C	-0.000296	0.060128	-0.004916	0.9961																																																																																																																																																																																														
GENERELL	-0.010332	0.076380	-0.135270	0.8927																																																																																																																																																																																														
INVEST	-0.028464	0.095071	-0.299400	0.7654																																																																																																																																																																																														
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																																																																																																																																																																																														
C	0.147396	0.147505	0.999261	0.3205																																																																																																																																																																																														
GENERELL	0.005442	0.187374	0.029045	0.9769																																																																																																																																																																																														
INVEST	-0.387976	0.233225	-1.668324	0.0998																																																																																																																																																																																														
<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Mean dependent var</th> <th>Adjusted R-squared</th> <th>S.E. of regression</th> <th>Sum squared resid</th> <th>Log likelihood</th> <th>F-statistic</th> <th>Prob(F-statistic)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>R-squared</td> <td>0.053460</td> <td>-0.069140</td> <td>0.174237</td> <td>-0.661301</td> <td>-0.577415</td> <td>1.824238</td> <td>0.071653</td> </tr> <tr> <td>Adjusted R-squared</td> <td>0.037587</td> <td>0.174237</td> <td>0.174237</td> <td>-0.661301</td> <td>-0.577415</td> <td>1.824238</td> <td>0.071653</td> </tr> <tr> <td>S.E. of regression</td> <td>0.170930</td> <td>0.174237</td> <td>0.174237</td> <td>-0.661301</td> <td>-0.577415</td> <td>1.824238</td> <td>0.071653</td> </tr> <tr> <td>Sum squared resid</td> <td>2.514420</td> <td>-0.661301</td> <td>0.174237</td> <td>-0.661301</td> <td>-0.577415</td> <td>1.824238</td> <td>0.071653</td> </tr> <tr> <td>Log likelihood</td> <td>32.42791</td> <td>-0.661301</td> <td>0.174237</td> <td>-0.661301</td> <td>-0.577415</td> <td>1.824238</td> <td>0.071653</td> </tr> <tr> <td>F-statistic</td> <td>2.718335</td> <td>1.824238</td> <td>0.174237</td> <td>-0.661301</td> <td>-0.577415</td> <td>1.824238</td> <td>0.071653</td> </tr> <tr> <td>Prob(F-statistic)</td> <td>0.071653</td> <td>1.824238</td> <td>0.174237</td> <td>-0.661301</td> <td>-0.577415</td> <td>1.824238</td> <td>0.071653</td> </tr> </tbody> </table>	Variable	Mean dependent var	Adjusted R-squared	S.E. of regression	Sum squared resid	Log likelihood	F-statistic	Prob(F-statistic)	R-squared	0.053460	-0.069140	0.174237	-0.661301	-0.577415	1.824238	0.071653	Adjusted R-squared	0.037587	0.174237	0.174237	-0.661301	-0.577415	1.824238	0.071653	S.E. of regression	0.170930	0.174237	0.174237	-0.661301	-0.577415	1.824238	0.071653	Sum squared resid	2.514420	-0.661301	0.174237	-0.661301	-0.577415	1.824238	0.071653	Log likelihood	32.42791	-0.661301	0.174237	-0.661301	-0.577415	1.824238	0.071653	F-statistic	2.718335	1.824238	0.174237	-0.661301	-0.577415	1.824238	0.071653	Prob(F-statistic)	0.071653	1.824238	0.174237	-0.661301	-0.577415	1.824238	0.071653	<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Mean dependent var</th> <th>Adjusted R-squared</th> <th>S.E. of regression</th> <th>Sum squared resid</th> <th>Log likelihood</th> <th>F-statistic</th> <th>Prob(F-statistic)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>R-squared</td> <td>0.001044</td> <td>-0.011160</td> <td>0.309025</td> <td>0.544284</td> <td>0.628171</td> <td>1.933322</td> <td>0.356070</td> </tr> <tr> <td>Adjusted R-squared</td> <td>-0.022187</td> <td>0.309025</td> <td>0.309025</td> <td>0.544284</td> <td>0.628171</td> <td>1.933322</td> <td>0.356070</td> </tr> <tr> <td>S.E. of regression</td> <td>0.312435</td> <td>0.309025</td> <td>0.309025</td> <td>0.544284</td> <td>0.628171</td> <td>1.933322</td> <td>0.356070</td> </tr> <tr> <td>Sum squared resid</td> <td>8.394329</td> <td>0.544284</td> <td>0.309025</td> <td>0.544284</td> <td>0.628171</td> <td>1.933322</td> <td>0.356070</td> </tr> <tr> <td>Log likelihood</td> <td>-21.22065</td> <td>0.544284</td> <td>0.309025</td> <td>0.544284</td> <td>0.628171</td> <td>1.933322</td> <td>0.356070</td> </tr> <tr> <td>F-statistic</td> <td>0.044347</td> <td>1.933322</td> <td>0.309025</td> <td>0.544284</td> <td>0.628171</td> <td>1.933322</td> <td>0.356070</td> </tr> <tr> <td>Prob(F-statistic)</td> <td>0.956070</td> <td>1.933322</td> <td>0.309025</td> <td>0.544284</td> <td>0.628171</td> <td>1.933322</td> <td>0.356070</td> </tr> </tbody> </table>	Variable	Mean dependent var	Adjusted R-squared	S.E. of regression	Sum squared resid	Log likelihood	F-statistic	Prob(F-statistic)	R-squared	0.001044	-0.011160	0.309025	0.544284	0.628171	1.933322	0.356070	Adjusted R-squared	-0.022187	0.309025	0.309025	0.544284	0.628171	1.933322	0.356070	S.E. of regression	0.312435	0.309025	0.309025	0.544284	0.628171	1.933322	0.356070	Sum squared resid	8.394329	0.544284	0.309025	0.544284	0.628171	1.933322	0.356070	Log likelihood	-21.22065	0.544284	0.309025	0.544284	0.628171	1.933322	0.356070	F-statistic	0.044347	1.933322	0.309025	0.544284	0.628171	1.933322	0.356070	Prob(F-statistic)	0.956070	1.933322	0.309025	0.544284	0.628171	1.933322	0.356070	<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Mean dependent var</th> <th>Adjusted R-squared</th> <th>S.E. of regression</th> <th>Sum squared resid</th> <th>Log likelihood</th> <th>F-statistic</th> <th>Prob(F-statistic)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>R-squared</td> <td>0.041724</td> <td>0.071619</td> <td>0.194338</td> <td>0.766457</td> <td>50.52122</td> <td>1.872237</td> <td>0.153993</td> </tr> <tr> <td>Adjusted R-squared</td> <td>0.019438</td> <td>0.071619</td> <td>0.194338</td> <td>0.766457</td> <td>50.52122</td> <td>1.872237</td> <td>0.153993</td> </tr> <tr> <td>S.E. of regression</td> <td>0.194338</td> <td>0.071619</td> <td>0.194338</td> <td>0.766457</td> <td>50.52122</td> <td>1.872237</td> <td>0.153993</td> </tr> <tr> <td>Sum squared resid</td> <td>50.52122</td> <td>0.766457</td> <td>0.194338</td> <td>0.766457</td> <td>50.52122</td> <td>1.872237</td> <td>0.153993</td> </tr> <tr> <td>Log likelihood</td> <td>-101.0877</td> <td>0.766457</td> <td>0.194338</td> <td>0.766457</td> <td>50.52122</td> <td>1.872237</td> <td>0.153993</td> </tr> <tr> <td>F-statistic</td> <td>1.872237</td> <td>1.872237</td> <td>0.194338</td> <td>0.766457</td> <td>50.52122</td> <td>1.872237</td> <td>0.153993</td> </tr> <tr> <td>Prob(F-statistic)</td> <td>0.153993</td> <td>1.872237</td> <td>0.194338</td> <td>0.766457</td> <td>50.52122</td> <td>1.872237</td> <td>0.153993</td> </tr> </tbody> </table>	Variable	Mean dependent var	Adjusted R-squared	S.E. of regression	Sum squared resid	Log likelihood	F-statistic	Prob(F-statistic)	R-squared	0.041724	0.071619	0.194338	0.766457	50.52122	1.872237	0.153993	Adjusted R-squared	0.019438	0.071619	0.194338	0.766457	50.52122	1.872237	0.153993	S.E. of regression	0.194338	0.071619	0.194338	0.766457	50.52122	1.872237	0.153993	Sum squared resid	50.52122	0.766457	0.194338	0.766457	50.52122	1.872237	0.153993	Log likelihood	-101.0877	0.766457	0.194338	0.766457	50.52122	1.872237	0.153993	F-statistic	1.872237	1.872237	0.194338	0.766457	50.52122	1.872237	0.153993	Prob(F-statistic)	0.153993	1.872237	0.194338	0.766457	50.52122	1.872237	0.153993
Variable	Mean dependent var	Adjusted R-squared	S.E. of regression	Sum squared resid	Log likelihood	F-statistic	Prob(F-statistic)																																																																																																																																																																																											
R-squared	0.053460	-0.069140	0.174237	-0.661301	-0.577415	1.824238	0.071653																																																																																																																																																																																											
Adjusted R-squared	0.037587	0.174237	0.174237	-0.661301	-0.577415	1.824238	0.071653																																																																																																																																																																																											
S.E. of regression	0.170930	0.174237	0.174237	-0.661301	-0.577415	1.824238	0.071653																																																																																																																																																																																											
Sum squared resid	2.514420	-0.661301	0.174237	-0.661301	-0.577415	1.824238	0.071653																																																																																																																																																																																											
Log likelihood	32.42791	-0.661301	0.174237	-0.661301	-0.577415	1.824238	0.071653																																																																																																																																																																																											
F-statistic	2.718335	1.824238	0.174237	-0.661301	-0.577415	1.824238	0.071653																																																																																																																																																																																											
Prob(F-statistic)	0.071653	1.824238	0.174237	-0.661301	-0.577415	1.824238	0.071653																																																																																																																																																																																											
Variable	Mean dependent var	Adjusted R-squared	S.E. of regression	Sum squared resid	Log likelihood	F-statistic	Prob(F-statistic)																																																																																																																																																																																											
R-squared	0.001044	-0.011160	0.309025	0.544284	0.628171	1.933322	0.356070																																																																																																																																																																																											
Adjusted R-squared	-0.022187	0.309025	0.309025	0.544284	0.628171	1.933322	0.356070																																																																																																																																																																																											
S.E. of regression	0.312435	0.309025	0.309025	0.544284	0.628171	1.933322	0.356070																																																																																																																																																																																											
Sum squared resid	8.394329	0.544284	0.309025	0.544284	0.628171	1.933322	0.356070																																																																																																																																																																																											
Log likelihood	-21.22065	0.544284	0.309025	0.544284	0.628171	1.933322	0.356070																																																																																																																																																																																											
F-statistic	0.044347	1.933322	0.309025	0.544284	0.628171	1.933322	0.356070																																																																																																																																																																																											
Prob(F-statistic)	0.956070	1.933322	0.309025	0.544284	0.628171	1.933322	0.356070																																																																																																																																																																																											
Variable	Mean dependent var	Adjusted R-squared	S.E. of regression	Sum squared resid	Log likelihood	F-statistic	Prob(F-statistic)																																																																																																																																																																																											
R-squared	0.041724	0.071619	0.194338	0.766457	50.52122	1.872237	0.153993																																																																																																																																																																																											
Adjusted R-squared	0.019438	0.071619	0.194338	0.766457	50.52122	1.872237	0.153993																																																																																																																																																																																											
S.E. of regression	0.194338	0.071619	0.194338	0.766457	50.52122	1.872237	0.153993																																																																																																																																																																																											
Sum squared resid	50.52122	0.766457	0.194338	0.766457	50.52122	1.872237	0.153993																																																																																																																																																																																											
Log likelihood	-101.0877	0.766457	0.194338	0.766457	50.52122	1.872237	0.153993																																																																																																																																																																																											
F-statistic	1.872237	1.872237	0.194338	0.766457	50.52122	1.872237	0.153993																																																																																																																																																																																											
Prob(F-statistic)	0.153993	1.872237	0.194338	0.766457	50.52122	1.872237	0.153993																																																																																																																																																																																											
Dependent Variable: CAR Method: Least Squares Date: 05/12/16 Time: 09:52 Sample: 189 Included observations: 89	Dependent Variable: CAR Method: Least Squares Date: 05/12/16 Time: 10:05 Sample: 189 Included observations: 89	Dependent Variable: CAR Method: Least Squares Date: 05/12/16 Time: 10:22 Sample: 189 Included observations: 89																																																																																																																																																																																																
<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>C</td> <td>-0.268717</td> <td>0.093851</td> <td>-2.86324</td> <td>0.0053</td> </tr> <tr> <td>GENERELL</td> <td>0.085519</td> <td>0.043132</td> <td>1.982717</td> <td>0.0506</td> </tr> <tr> <td>INVEST</td> <td>0.135357</td> <td>0.052590</td> <td>2.573806</td> <td>0.0118</td> </tr> <tr> <td>LNBORSVARDE</td> <td>0.019052</td> <td>0.011720</td> <td>1.625571</td> <td>0.1077</td> </tr> </tbody> </table>	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	C	-0.268717	0.093851	-2.86324	0.0053	GENERELL	0.085519	0.043132	1.982717	0.0506	INVEST	0.135357	0.052590	2.573806	0.0118	LNBORSVARDE	0.019052	0.011720	1.625571	0.1077	<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>C</td> <td>-0.131000</td> <td>0.173473</td> <td>-0.755156</td> <td>0.4522</td> </tr> <tr> <td>GENERELL</td> <td>0.007539</td> <td>0.079725</td> <td>0.095312</td> <td>0.9243</td> </tr> <tr> <td>INVEST</td> <td>-0.012938</td> <td>0.097207</td> <td>-0.133098</td> <td>0.8944</td> </tr> <tr> <td>LNBORSVARDE</td> <td>0.017407</td> <td>0.021664</td> <td>0.803476</td> <td>0.4239</td> </tr> </tbody> </table>	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	C	-0.131000	0.173473	-0.755156	0.4522	GENERELL	0.007539	0.079725	0.095312	0.9243	INVEST	-0.012938	0.097207	-0.133098	0.8944	LNBORSVARDE	0.017407	0.021664	0.803476	0.4239	<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>C</td> <td>1.053601</td> <td>0.414114</td> <td>2.544231</td> <td>0.0128</td> </tr> <tr> <td>GENERELL</td> <td>-0.118875</td> <td>0.190319</td> <td>-0.624612</td> <td>0.5339</td> </tr> <tr> <td>INVEST</td> <td>-0.495625</td> <td>0.232053</td> <td>-2.135622</td> <td>0.0356</td> </tr> <tr> <td>LNBORSVARDE</td> <td>-0.120684</td> <td>0.051716</td> <td>-2.33358</td> <td>0.0220</td> </tr> </tbody> </table>	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	C	1.053601	0.414114	2.544231	0.0128	GENERELL	-0.118875	0.190319	-0.624612	0.5339	INVEST	-0.495625	0.232053	-2.135622	0.0356	LNBORSVARDE	-0.120684	0.051716	-2.33358	0.0220																																																																																																																					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																																																																																																																																																																																														
C	-0.268717	0.093851	-2.86324	0.0053																																																																																																																																																																																														
GENERELL	0.085519	0.043132	1.982717	0.0506																																																																																																																																																																																														
INVEST	0.135357	0.052590	2.573806	0.0118																																																																																																																																																																																														
LNBORSVARDE	0.019052	0.011720	1.625571	0.1077																																																																																																																																																																																														
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																																																																																																																																																																																														
C	-0.131000	0.173473	-0.755156	0.4522																																																																																																																																																																																														
GENERELL	0.007539	0.079725	0.095312	0.9243																																																																																																																																																																																														
INVEST	-0.012938	0.097207	-0.133098	0.8944																																																																																																																																																																																														
LNBORSVARDE	0.017407	0.021664	0.803476	0.4239																																																																																																																																																																																														
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																																																																																																																																																																																														
C	1.053601	0.414114	2.544231	0.0128																																																																																																																																																																																														
GENERELL	-0.118875	0.190319	-0.624612	0.5339																																																																																																																																																																																														
INVEST	-0.495625	0.232053	-2.135622	0.0356																																																																																																																																																																																														
LNBORSVARDE	-0.120684	0.051716	-2.33358	0.0220																																																																																																																																																																																														
<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Mean dependent var</th> <th>Adjusted R-squared</th> <th>S.E. of regression</th> <th>Sum squared resid</th> <th>Log likelihood</th> <th>F-statistic</th> <th>Prob(F-statistic)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>R-squared</td> <td>0.087817</td> <td>-0.069140</td> <td>0.174237</td> <td>-0.663444</td> <td>-0.557535</td> <td>1.761519</td> <td>0.043036</td> </tr> <tr> <td>Adjusted R-squared</td> <td>0.055623</td> <td>0.174237</td> <td>0.174237</td> <td>-0.663444</td> <td>-0.557535</td> <td>1.761519</td> <td>0.043036</td> </tr> <tr> <td>S.E. of regression</td> <td>0.163960</td> <td>0.174237</td> <td>0.174237</td> <td>-0.663444</td> <td>-0.557535</td> <td>1.761519</td> <td>0.043036</td> </tr> <tr> <td>Sum squared resid</td> <td>2.438609</td> <td>-0.663444</td> <td>0.174237</td> <td>-0.663444</td> <td>-0.557535</td> <td>1.761519</td> <td>0.043036</td> </tr> <tr> <td>Log likelihood</td> <td>33.73026</td> <td>-0.663444</td> <td>0.174237</td> <td>-0.663444</td> <td>-0.557535</td> <td>1.761519</td> <td>0.043036</td> </tr> <tr> <td>F-statistic</td> <td>2.727702</td> <td>1.761519</td> <td>0.174237</td> <td>-0.663444</td> <td>-0.557535</td> <td>1.761519</td> <td>0.043036</td> </tr> <tr> <td>Prob(F-statistic)</td> <td>0.043036</td> <td>1.761519</td> <td>0.174237</td> <td>-0.663444</td> <td>-0.557535</td> <td>1.761519</td> <td>0.043036</td> </tr> </tbody> </table>	Variable	Mean dependent var	Adjusted R-squared	S.E. of regression	Sum squared resid	Log likelihood	F-statistic	Prob(F-statistic)	R-squared	0.087817	-0.069140	0.174237	-0.663444	-0.557535	1.761519	0.043036	Adjusted R-squared	0.055623	0.174237	0.174237	-0.663444	-0.557535	1.761519	0.043036	S.E. of regression	0.163960	0.174237	0.174237	-0.663444	-0.557535	1.761519	0.043036	Sum squared resid	2.438609	-0.663444	0.174237	-0.663444	-0.557535	1.761519	0.043036	Log likelihood	33.73026	-0.663444	0.174237	-0.663444	-0.557535	1.761519	0.043036	F-statistic	2.727702	1.761519	0.174237	-0.663444	-0.557535	1.761519	0.043036	Prob(F-statistic)	0.043036	1.761519	0.174237	-0.663444	-0.557535	1.761519	0.043036	<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Mean dependent var</th> <th>Adjusted R-squared</th> <th>S.E. of regression</th> <th>Sum squared resid</th> <th>Log likelihood</th> <th>F-statistic</th> <th>Prob(F-statistic)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>R-squared</td> <td>0.008574</td> <td>-0.011160</td> <td>0.309025</td> <td>0.553190</td> <td>0.671039</td> <td>0.604273</td> <td>0.864653</td> </tr> <tr> <td>Adjusted R-squared</td> <td>-0.026417</td> <td>0.309025</td> <td>0.309025</td> <td>0.553190</td> <td>0.671039</td> <td>0.604273</td> <td>0.864653</td> </tr> <tr> <td>S.E. of regression</td> <td>0.313081</td> <td>0.309025</td> <td>0.309025</td> <td>0.553190</td> <td>0.671039</td> <td>0.604273</td> <td>0.864653</td> </tr> <tr> <td>Sum squared resid</td> <td>8.331650</td> <td>0.553190</td> <td>0.309025</td> <td>0.553190</td> <td>0.671039</td> <td>0.604273</td> <td>0.864653</td> </tr> <tr> <td>Log likelihood</td> <td>-20.86395</td> <td>0.553190</td> <td>0.309025</td> <td>0.553190</td> <td>0.671039</td> <td>0.604273</td> <td>0.864653</td> </tr> <tr> <td>F-statistic</td> <td>0.245033</td> <td>1.903078</td> <td>0.309025</td> <td>0.553190</td> <td>0.671039</td> <td>0.604273</td> <td>0.864653</td> </tr> <tr> <td>Prob(F-statistic)</td> <td>0.864653</td> <td>1.903078</td> <td>0.309025</td> <td>0.553190</td> <td>0.671039</td> <td>0.604273</td> <td>0.864653</td> </tr> </tbody> </table>	Variable	Mean dependent var	Adjusted R-squared	S.E. of regression	Sum squared resid	Log likelihood	F-statistic	Prob(F-statistic)	R-squared	0.008574	-0.011160	0.309025	0.553190	0.671039	0.604273	0.864653	Adjusted R-squared	-0.026417	0.309025	0.309025	0.553190	0.671039	0.604273	0.864653	S.E. of regression	0.313081	0.309025	0.309025	0.553190	0.671039	0.604273	0.864653	Sum squared resid	8.331650	0.553190	0.309025	0.553190	0.671039	0.604273	0.864653	Log likelihood	-20.86395	0.553190	0.309025	0.553190	0.671039	0.604273	0.864653	F-statistic	0.245033	1.903078	0.309025	0.553190	0.671039	0.604273	0.864653	Prob(F-statistic)	0.864653	1.903078	0.309025	0.553190	0.671039	0.604273	0.864653	<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Mean dependent var</th> <th>Adjusted R-squared</th> <th>S.E. of regression</th> <th>Sum squared resid</th> <th>Log likelihood</th> <th>F-statistic</th> <th>Prob(F-statistic)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>R-squared</td> <td>0.093420</td> <td>0.071619</td> <td>0.194338</td> <td>0.747383</td> <td>47.47941</td> <td>3.127880</td> <td>0.023928</td> </tr> <tr> <td>Adjusted R-squared</td> <td>0.067635</td> <td>0.071619</td> <td>0.194338</td> <td>0.747383</td> <td>47.47941</td> <td>3.127880</td> <td>0.023928</td> </tr> <tr> <td>S.E. of regression</td> <td>0.174783</td> <td>0.071619</td> <td>0.194338</td> <td>0.747383</td> <td>47.47941</td> <td>3.127880</td> <td>0.023928</td> </tr> <tr> <td>Sum squared resid</td> <td>47.47941</td> <td>0.747383</td> <td>0.194338</td> <td>0.747383</td> <td>47.47941</td> <td>3.127880</td> <td>0.023928</td> </tr> <tr> <td>Log likelihood</td> <td>-96.32493</td> <td>0.747383</td> <td>0.194338</td> <td>0.747383</td> <td>47.47941</td> <td>3.127880</td> <td>0.023928</td> </tr> <tr> <td>F-statistic</td> <td>3.127880</td> <td>3.127880</td> <td>0.194338</td> <td>0.747383</td> <td>47.47941</td> <td>3.127880</td> <td>0.023928</td> </tr> <tr> <td>Prob(F-statistic)</td> <td>0.023928</td> <td>3.127880</td> <td>0.194338</td> <td>0.747383</td> <td>47.47941</td> <td>3.127880</td> <td>0.023928</td> </tr> </tbody> </table>	Variable	Mean dependent var	Adjusted R-squared	S.E. of regression	Sum squared resid	Log likelihood	F-statistic	Prob(F-statistic)	R-squared	0.093420	0.071619	0.194338	0.747383	47.47941	3.127880	0.023928	Adjusted R-squared	0.067635	0.071619	0.194338	0.747383	47.47941	3.127880	0.023928	S.E. of regression	0.174783	0.071619	0.194338	0.747383	47.47941	3.127880	0.023928	Sum squared resid	47.47941	0.747383	0.194338	0.747383	47.47941	3.127880	0.023928	Log likelihood	-96.32493	0.747383	0.194338	0.747383	47.47941	3.127880	0.023928	F-statistic	3.127880	3.127880	0.194338	0.747383	47.47941	3.127880	0.023928	Prob(F-statistic)	0.023928	3.127880	0.194338	0.747383	47.47941	3.127880	0.023928
Variable	Mean dependent var	Adjusted R-squared	S.E. of regression	Sum squared resid	Log likelihood	F-statistic	Prob(F-statistic)																																																																																																																																																																																											
R-squared	0.087817	-0.069140	0.174237	-0.663444	-0.557535	1.761519	0.043036																																																																																																																																																																																											
Adjusted R-squared	0.055623	0.174237	0.174237	-0.663444	-0.557535	1.761519	0.043036																																																																																																																																																																																											
S.E. of regression	0.163960	0.174237	0.174237	-0.663444	-0.557535	1.761519	0.043036																																																																																																																																																																																											
Sum squared resid	2.438609	-0.663444	0.174237	-0.663444	-0.557535	1.761519	0.043036																																																																																																																																																																																											
Log likelihood	33.73026	-0.663444	0.174237	-0.663444	-0.557535	1.761519	0.043036																																																																																																																																																																																											
F-statistic	2.727702	1.761519	0.174237	-0.663444	-0.557535	1.761519	0.043036																																																																																																																																																																																											
Prob(F-statistic)	0.043036	1.761519	0.174237	-0.663444	-0.557535	1.761519	0.043036																																																																																																																																																																																											
Variable	Mean dependent var	Adjusted R-squared	S.E. of regression	Sum squared resid	Log likelihood	F-statistic	Prob(F-statistic)																																																																																																																																																																																											
R-squared	0.008574	-0.011160	0.309025	0.553190	0.671039	0.604273	0.864653																																																																																																																																																																																											
Adjusted R-squared	-0.026417	0.309025	0.309025	0.553190	0.671039	0.604273	0.864653																																																																																																																																																																																											
S.E. of regression	0.313081	0.309025	0.309025	0.553190	0.671039	0.604273	0.864653																																																																																																																																																																																											
Sum squared resid	8.331650	0.553190	0.309025	0.553190	0.671039	0.604273	0.864653																																																																																																																																																																																											
Log likelihood	-20.86395	0.553190	0.309025	0.553190	0.671039	0.604273	0.864653																																																																																																																																																																																											
F-statistic	0.245033	1.903078	0.309025	0.553190	0.671039	0.604273	0.864653																																																																																																																																																																																											
Prob(F-statistic)	0.864653	1.903078	0.309025	0.553190	0.671039	0.604273	0.864653																																																																																																																																																																																											
Variable	Mean dependent var	Adjusted R-squared	S.E. of regression	Sum squared resid	Log likelihood	F-statistic	Prob(F-statistic)																																																																																																																																																																																											
R-squared	0.093420	0.071619	0.194338	0.747383	47.47941	3.127880	0.023928																																																																																																																																																																																											
Adjusted R-squared	0.067635	0.071619	0.194338	0.747383	47.47941	3.127880	0.023928																																																																																																																																																																																											
S.E. of regression	0.174783	0.071619	0.194338	0.747383	47.47941	3.127880	0.023928																																																																																																																																																																																											
Sum squared resid	47.47941	0.747383	0.194338	0.747383	47.47941	3.127880	0.023928																																																																																																																																																																																											
Log likelihood	-96.32493	0.747383	0.194338	0.747383	47.47941	3.127880	0.023928																																																																																																																																																																																											
F-statistic	3.127880	3.127880	0.194338	0.747383	47.47941	3.127880	0.023928																																																																																																																																																																																											
Prob(F-statistic)	0.023928	3.127880	0.194338	0.747383	47.47941	3.127880	0.023928																																																																																																																																																																																											
Dependent Variable: CAR Method: Least Squares Date: 05/12/16 Time: 09:53 Sample: 189 Included observations: 89	Dependent Variable: CAR Method: Least Squares Date: 05/12/16 Time: 10:06 Sample: 189 Included observations: 89	Dependent Variable: CAR Method: Least Squares Date: 05/12/16 Time: 10:23 Sample: 189 Included observations: 89																																																																																																																																																																																																
<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>C</td> <td>-0.268061</td> <td>0.096368</td> <td>-2.781656</td> <td>0.0067</td> </tr> <tr> <td>GENERELL</td> <td>0.085031</td> <td>0.045705</td> <td>1.860413</td> <td>0.0663</td> </tr> <tr> <td>INVEST</td> <td>0.134909</td> <td>0.054526</td> <td>2.474187</td> <td>0.0154</td> </tr> <tr> <td>LNBORSVARDE</td> <td>0.018865</td> <td>0.013016</td> <td>1.443441</td> <td>0.1503</td> </tr> <tr> <td>LNREMISSIONSBELO</td> <td>-0.000814</td> <td>0.023968</td> <td>-0.03394</td> <td>0.9730</td> </tr> </tbody> </table>	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	C	-0.268061	0.096368	-2.781656	0.0067	GENERELL	0.085031	0.045705	1.860413	0.0663	INVEST	0.134909	0.054526	2.474187	0.0154	LNBORSVARDE	0.018865	0.013016	1.443441	0.1503	LNREMISSIONSBELO	-0.000814	0.023968	-0.03394	0.9730	<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>C</td> <td>-0.090312</td> <td>0.176939</td> <td>-0.51024</td> <td>0.6112</td> </tr> <tr> <td>GENERELL</td> <td>-0.023126</td> <td>0.084216</td> <td>-0.27458</td> <td>0.7843</td> </tr> <tr> <td>INVEST</td> <td>-0.040847</td> <td>0.100222</td> <td>-0.40756</td> <td>0.6846</td> </tr> <tr> <td>LNBORSVARDE</td> <td>0.006032</td> <td>0.023904</td> <td>0.252346</td> <td>0.8014</td> </tr> <tr> <td>LNREMISSIONSBELO</td> <td>-0.049336</td> <td>0.044121</td> <td>-1.118187</td> <td>0.2667</td> </tr> </tbody> </table>	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	C	-0.090312	0.176939	-0.51024	0.6112	GENERELL	-0.023126	0.084216	-0.27458	0.7843	INVEST	-0.040847	0.100222	-0.40756	0.6846	LNBORSVARDE	0.006032	0.023904	0.252346	0.8014	LNREMISSIONSBELO	-0.049336	0.044121	-1.118187	0.2667	<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>C</td> <td>1.013062</td> <td>0.425119</td> <td>2.383008</td> <td>0.0194</td> </tr> <tr> <td>GENERELL</td> <td>-0.088264</td> <td>0.202272</td> <td>-0.43636</td> <td>0.6637</td> </tr> <tr> <td>INVEST</td> <td>-0.467819</td> <td>0.240716</td> <td>-1.94345</td> <td>0.0553</td> </tr> <tr> <td>LNBORSVARDE</td> <td>-0.109351</td> <td>0.057414</td> <td>-1.90460</td> <td>0.0603</td> </tr> <tr> <td>LNREMISSIONSBELO</td> <td>0.049155</td> <td>0.105972</td> <td>0.463648</td> <td>0.6440</td> </tr> </tbody> </table>	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	C	1.013062	0.425119	2.383008	0.0194	GENERELL	-0.088264	0.202272	-0.43636	0.6637	INVEST	-0.467819	0.240716	-1.94345	0.0553	LNBORSVARDE	-0.109351	0.057414	-1.90460	0.0603	LNREMISSIONSBELO	0.049155	0.105972	0.463648	0.6440																																																																																																						
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																																																																																																																																																																																														
C	-0.268061	0.096368	-2.781656	0.0067																																																																																																																																																																																														
GENERELL	0.085031	0.045705	1.860413	0.0663																																																																																																																																																																																														
INVEST	0.134909	0.054526	2.474187	0.0154																																																																																																																																																																																														
LNBORSVARDE	0.018865	0.013016	1.443441	0.1503																																																																																																																																																																																														
LNREMISSIONSBELO	-0.000814	0.023968	-0.03394	0.9730																																																																																																																																																																																														
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																																																																																																																																																																																														
C	-0.090312	0.176939	-0.51024	0.6112																																																																																																																																																																																														
GENERELL	-0.023126	0.084216	-0.27458	0.7843																																																																																																																																																																																														
INVEST	-0.040847	0.100222	-0.40756	0.6846																																																																																																																																																																																														
LNBORSVARDE	0.006032	0.023904	0.252346	0.8014																																																																																																																																																																																														
LNREMISSIONSBELO	-0.049336	0.044121	-1.118187	0.2667																																																																																																																																																																																														
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																																																																																																																																																																																														
C	1.013062	0.425119	2.383008	0.0194																																																																																																																																																																																														
GENERELL	-0.088264	0.202272	-0.43636	0.6637																																																																																																																																																																																														
INVEST	-0.467819	0.240716	-1.94345	0.0553																																																																																																																																																																																														
LNBORSVARDE	-0.109351	0.057414	-1.90460	0.0603																																																																																																																																																																																														
LNREMISSIONSBELO	0.049155	0.105972	0.463648	0.6440																																																																																																																																																																																														
<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Mean dependent var</th> <th>Adjusted R-squared</th> <th>S.E. of regression</th> <th>Sum squared resid</th> <th>Log likelihood</th> <th>F-statistic</th> <th>Prob(F-statistic)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>R-squared</td> <td>0.087830</td> <td>-0.069140</td> <td>0.174237</td> <td>-0.646986</td> <td>-0.507175</td> <td>1.763518</td> <td>0.096865</td> </tr> <tr> <td>Adjusted R-squared</td> <td>0.044393</td> <td>0.174237</td> <td>0.174237</td> <td>-0.646986</td> <td>-0.507175</td> <td>1.763518</td> <td>0.096865</td> </tr> <tr> <td>S.E. of regression</td> <td>0.170384</td> <td>0.174237</td> <td>0.174237</td> <td>-0.646986</td> <td>-0.507175</td> <td>1.763518</td> <td>0.096865</td> </tr> <tr> <td>Sum squared resid</td> <td>2.438575</td> <td>-0.646986</td> <td>0.174237</td> <td>-0.646986</td> <td>-0.507175</td> <td>1.763518</td> <td>0.096865</td> </tr> <tr> <td>Log likelihood</td> <td>33.73087</td> <td>-0.646986</td> <td>0.174237</td> <td>-0.646986</td> <td>-0.507175</td> <td>1.763518</td> <td>0.096865</td> </tr> <tr> <td>F-statistic</td> <td>2.022024</td> <td>1.763518</td> <td>0.174237</td> <td>-0.646986</td> <td>-0.507175</td> <td>1.763518</td> <td>0.096865</td> </tr> <tr> <td>Prob(F-statistic)</td> <td>0.096865</td> <td>1.763518</td> <td>0.174237</td> <td>-0.646986</td> <td>-0.507175</td> <td>1.763518</td> <td>0.096865</td> </tr> </tbody> </table>	Variable	Mean dependent var	Adjusted R-squared	S.E. of regression	Sum squared resid	Log likelihood	F-statistic	Prob(F-statistic)	R-squared	0.087830	-0.069140	0.174237	-0.646986	-0.507175	1.763518	0.096865	Adjusted R-squared	0.044393	0.174237	0.174237	-0.646986	-0.507175	1.763518	0.096865	S.E. of regression	0.170384	0.174237	0.174237	-0.646986	-0.507175	1.763518	0.096865	Sum squared resid	2.438575	-0.646986	0.174237	-0.646986	-0.507175	1.763518	0.096865	Log likelihood	33.73087	-0.646986	0.174237	-0.646986	-0.507175	1.763518	0.096865	F-statistic	2.022024	1.763518	0.174237	-0.646986	-0.507175	1.763518	0.096865	Prob(F-statistic)	0.096865	1.763518	0.174237	-0.646986	-0.507175	1.763518	0.096865	<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Mean dependent var</th> <th>Adjusted R-squared</th> <th>S.E. of regression</th> <th>Sum squared resid</th> <th>Log likelihood</th> <th>F-statistic</th> <th>Prob(F-statistic)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>R-squared</td> <td>0.023115</td> <td>-0.011160</td> <td>0.309025</td> <td>0.312620</td> <td>8.203452</td> <td>0.623240</td> <td>0.738029</td> </tr> <tr> <td>Adjusted R-squared</td> <td>-0.023403</td> <td>0.309025</td> <td>0.309025</td> <td>0.312620</td> <td>8.203452</td> <td>0.623240</td> <td>0.738029</td> </tr> <tr> <td>S.E. of regression</td> <td>0.312620</td> <td>0.309025</td> <td>0.309025</td> <td>0.312620</td> <td>8.203452</td> <td>0.623240</td> <td>0.738029</td> </tr> <tr> <td>Sum squared resid</td> <td>8.203452</td> <td>0.312620</td> <td>0.309025</td> <td>0.312620</td> <td>8.203452</td> <td>0.623240</td> <td>0.738029</td> </tr> <tr> <td>Log likelihood</td> <td>-20.22645</td> <td>0.312620</td> <td>0.309025</td> <td>0.312620</td> <td>8.203452</td> <td>0.623240</td> <td>0.738029</td> </tr> <tr> <td>F-statistic</td> <td>0.496901</td> <td>1.932468</td> <td>0.309025</td> <td>0.312620</td> <td>8.203452</td> <td>0.623240</td> <td>0.738029</td> </tr> <tr> <td>Prob(F-statistic)</td> <td>0.738029</td> <td>1.932468</td> <td>0.309025</td> <td>0.312620</td> <td>8.203452</td> <td>0.623240</td> <td>0.738029</td> </tr> </tbody> </table>	Variable	Mean dependent var	Adjusted R-squared	S.E. of regression	Sum squared resid	Log likelihood	F-statistic	Prob(F-statistic)	R-squared	0.023115	-0.011160	0.309025	0.312620	8.203452	0.623240	0.738029	Adjusted R-squared	-0.023403	0.309025	0.309025	0.312620	8.203452	0.623240	0.738029	S.E. of regression	0.312620	0.309025	0.309025	0.312620	8.203452	0.623240	0.738029	Sum squared resid	8.203452	0.312620	0.309025	0.312620	8.203452	0.623240	0.738029	Log likelihood	-20.22645	0.312620	0.309025	0.312620	8.203452	0.623240	0.738029	F-statistic	0.496901	1.932468	0.309025	0.312620	8.203452	0.623240	0.738029	Prob(F-statistic)	0.738029	1.932468	0.309025	0.312620	8.203452	0.623240	0.738029	<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Mean dependent var</th> <th>Adjusted R-squared</th> <th>S.E. of regression</th> <th>Sum squared resid</th> <th>Log likelihood</th> <th>F-statistic</th> <th>Prob(F-statistic)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>R-squared</td> <td>0.101721</td> <td>0.071619</td> <td>0.194338</td> <td>0.750858</td> <td>47.35811</td> <td>2.378036</td> <td>0.058247</td> </tr> <tr> <td>Adjusted R-squared</td> <td>0.058946</td> <td>0.071619</td> <td>0.194338</td> <td>0.750858</td> <td>47.35811</td> <td>2.378036</td> <td>0.058247</td> </tr> <tr> <td>S.E. of regression</td> <td>0.175058</td> <td>0.071619</td> <td>0.194338</td> <td>0.750858</td> <td>47.35811</td> <td>2.378036</td> <td>0.058247</td> </tr> <tr> <td>Sum squared resid</td> <td>47.35811</td> <td>0.750858</td> <td>0.194338</td> <td>0.750858</td> <td>47.35811</td> <td>2.378036</td> <td>0.058247</td> </tr> <tr> <td>Log likelihood</td> <td>-98.21056</td> <td>0.750858</td> <td>0.194338</td> <td>0.750858</td> <td>47.35811</td> <td>2.378036</td> <td>0.058247</td> </tr> <tr> <td>F-statistic</td> <td>2.378036</td> <td>2.378036</td> <td>0.194338</td> <td>0.750858</td> <td>47.35811</td> <td>2.378036</td> <td>0.058247</td> </tr> <tr> <td>Prob(F-statistic)</td> <td>0.058247</td> <td>2.378036</td> <td>0.194338</td> <td>0.750858</td> <td>47.358</td></tr></tbody></table>	Variable	Mean dependent var	Adjusted R-squared	S.E. of regression	Sum squared resid	Log likelihood	F-statistic	Prob(F-statistic)	R-squared	0.101721	0.071619	0.194338	0.750858	47.35811	2.378036	0.058247	Adjusted R-squared	0.058946	0.071619	0.194338	0.750858	47.35811	2.378036	0.058247	S.E. of regression	0.175058	0.071619	0.194338	0.750858	47.35811	2.378036	0.058247	Sum squared resid	47.35811	0.750858	0.194338	0.750858	47.35811	2.378036	0.058247	Log likelihood	-98.21056	0.750858	0.194338	0.750858	47.35811	2.378036	0.058247	F-statistic	2.378036	2.378036	0.194338	0.750858	47.35811	2.378036	0.058247	Prob(F-statistic)	0.058247	2.378036	0.194338	0.750858	47.358		
Variable	Mean dependent var	Adjusted R-squared	S.E. of regression	Sum squared resid	Log likelihood	F-statistic	Prob(F-statistic)																																																																																																																																																																																											
R-squared	0.087830	-0.069140	0.174237	-0.646986	-0.507175	1.763518	0.096865																																																																																																																																																																																											
Adjusted R-squared	0.044393	0.174237	0.174237	-0.646986	-0.507175	1.763518	0.096865																																																																																																																																																																																											
S.E. of regression	0.170384	0.174237	0.174237	-0.646986	-0.507175	1.763518	0.096865																																																																																																																																																																																											
Sum squared resid	2.438575	-0.646986	0.174237	-0.646986	-0.507175	1.763518	0.096865																																																																																																																																																																																											
Log likelihood	33.73087	-0.646986	0.174237	-0.646986	-0.507175	1.763518	0.096865																																																																																																																																																																																											
F-statistic	2.022024	1.763518	0.174237	-0.646986	-0.507175	1.763518	0.096865																																																																																																																																																																																											
Prob(F-statistic)	0.096865	1.763518	0.174237	-0.646986	-0.507175	1.763518	0.096865																																																																																																																																																																																											
Variable	Mean dependent var	Adjusted R-squared	S.E. of regression	Sum squared resid	Log likelihood	F-statistic	Prob(F-statistic)																																																																																																																																																																																											
R-squared	0.023115	-0.011160	0.309025	0.312620	8.203452	0.623240	0.738029																																																																																																																																																																																											
Adjusted R-squared	-0.023403	0.309025	0.309025	0.312620	8.203452	0.623240	0.738029																																																																																																																																																																																											
S.E. of regression	0.312620	0.309025	0.309025	0.312620	8.203452	0.623240	0.738029																																																																																																																																																																																											
Sum squared resid	8.203452	0.312620	0.309025	0.312620	8.203452	0.623240	0.738029																																																																																																																																																																																											
Log likelihood	-20.22645	0.312620	0.309025	0.312620	8.203452	0.623240	0.738029																																																																																																																																																																																											
F-statistic	0.496901	1.932468	0.309025	0.312620	8.203452	0.623240	0.738029																																																																																																																																																																																											
Prob(F-statistic)	0.738029	1.932468	0.309025	0.312620	8.203452	0.623240	0.738029																																																																																																																																																																																											
Variable	Mean dependent var	Adjusted R-squared	S.E. of regression	Sum squared resid	Log likelihood	F-statistic	Prob(F-statistic)																																																																																																																																																																																											
R-squared	0.101721	0.071619	0.194338	0.750858	47.35811	2.378036	0.058247																																																																																																																																																																																											
Adjusted R-squared	0.058946	0.071619	0.194338	0.750858	47.35811	2.378036	0.058247																																																																																																																																																																																											
S.E. of regression	0.175058	0.071619	0.194338	0.750858	47.35811	2.378036	0.058247																																																																																																																																																																																											
Sum squared resid	47.35811	0.750858	0.194338	0.750858	47.35811	2.378036	0.058247																																																																																																																																																																																											
Log likelihood	-98.21056	0.750858	0.194338	0.750858	47.35811	2.378036	0.058247																																																																																																																																																																																											
F-statistic	2.378036	2.378036	0.194338	0.750858	47.35811	2.378036	0.058247																																																																																																																																																																																											
Prob(F-statistic)	0.058247	2.378036	0.194338	0.750858	47.358																																																																																																																																																																																													

En dag			Kvartal			1 år								
Dependent Variable: CAR Method: Least Squares Date: 05/12/16 Time: 09:56 Sample: 189 Included observations: 89			Dependent Variable: CAR Method: Least Squares Date: 05/12/16 Time: 10:09 Sample: 189 Included observations: 89			Dependent Variable: CAR Method: Least Squares Date: 05/12/16 Time: 10:27 Sample: 189 Included observations: 89								
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.254351	0.111715	-2.27678	0.0254	C	-0.098333	0.203070	-0.48423	0.6295	C	1.184495	0.478660	2.474608	0.0154
GENERELL	0.092905	0.046032	2.018269	0.0468	GENERELL	-0.004163	0.083313	-0.04996	0.9603	GENERELL	-0.026465	0.196999	-0.13434	0.8935
INVEST	0.123074	0.055161	2.231170	0.0284	INVEST	-0.073154	0.099887	-0.73236	0.4660	INVEST	-0.571853	0.235952	-2.42360	0.0176
LNBORSVARDE	0.015959	0.013214	1.207746	0.2306	LNBORSVARDE	-0.002835	0.023856	-0.118832	0.9057	LNBORSVARDE	-0.133524	0.056377	-2.36840	0.0202
LNREEMISSIÖNSBELO	-0.032615	0.032754	-0.99574	0.3223	LNREEMISSIÖNSBELO	-0.136752	0.059489	-2.29876	0.0241	LNREEMISSIÖNSBELO	-0.217759	0.140637	-1.54837	0.1254
LNMARKET_TO_BOOK	-0.033546	0.023893	-1.403997	0.1641	LNMARKET_TO_BOOK	-0.094862	0.043213	-2.195244	0.0310	LNMARKET_TO_BOOK	-0.278548	0.102217	-2.72506	0.0079
LNANTALAR	-0.011259	0.028576	-0.39400	0.6946	LNANTALAR	-0.007435	0.051902	-0.14324	0.8864	LNANTALAR	-0.118835	0.122827	-0.96749	0.3361
R-squared	0.109900	Mean dependent var	-0.069140		R-squared	0.077740	Mean dependent var	-0.011160		R-squared	0.179010	Mean dependent var	0.071619	
Adjusted R-squared	0.044771	S.D. dependent var	0.174297		Adjusted R-squared	0.010258	S.D. dependent var	0.309025		Adjusted R-squared	0.118938	S.D. dependent var	0.774017	
S.E. of regression	0.170350	Akaike info criterion	-0.626534		S.E. of regression	0.307436	Akaike info criterion	0.554288		S.E. of regression	0.726530	Akaike info criterion	2.274312	
Sum squared resid	2.379574	Schwarz criterion	-0.430799		Sum squared resid	7.750398	Schwarz criterion	0.750024		Sum squared resid	43.28334	Schwarz criterion	2.470047	
Log likelihood	34.88078	Hannan-Quinn criter.	-0.547639		Log likelihood	-17.66583	Hannan-Quinn criter.	0.633184		Log likelihood	-34.20688	Hannan-Quinn criter.	2.353207	
F-statistic	1.687411	Durbin-Watson stat	1.746378		F-statistic	1.152009	Durbin-Watson stat	1.904724		F-statistic	2.379911	Durbin-Watson stat	2.184583	
Prob(F-statistic)	0.134440				Prob(F-statistic)	0.340163				Prob(F-statistic)	0.011048			

En dag			Kvartal			1 år								
Dependent Variable: CAR Method: Least Squares Date: 05/12/16 Time: 09:57 Sample: 189 Included observations: 89			Dependent Variable: CAR Method: Least Squares Date: 05/12/16 Time: 10:11 Sample: 189 Included observations: 89			Dependent Variable: CAR Method: Least Squares Date: 05/12/16 Time: 10:29 Sample: 189 Included observations: 89								
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.252650	0.113985	-2.21652	0.0295	C	-0.087823	0.206946	-0.42437	0.6724	C	1.275737	0.483237	2.639983	0.0099
GENERELL	0.093231	0.046455	2.006904	0.0481	GENERELL	-0.002164	0.084019	-0.02575	0.9795	GENERELL	-0.003935	0.197326	-0.01994	0.9841
INVEST	0.123226	0.055524	2.219339	0.0293	INVEST	-0.072160	0.100492	-0.718066	0.4748	INVEST	-0.560502	0.235475	-2.38030	0.0196
LNBORSVARDE	0.015404	0.014663	1.050529	0.2966	LNBORSVARDE	-0.006299	0.026423	-0.23837	0.8122	LNBORSVARDE	-0.164664	0.061832	-2.66306	0.0093
LNREEMISSIÖNSBELO	-0.032732	0.032980	-0.99248	0.3239	LNREEMISSIÖNSBELO	-0.137400	0.059855	-2.29554	0.0243	LNREEMISSIÖNSBELO	-0.224134	0.140340	-1.597074	0.1141
LNMARKET_TO_BOOK	-0.033133	0.024475	-1.35370	0.1796	LNMARKET_TO_BOOK	-0.092122	0.044328	-2.07820	0.0409	LNMARKET_TO_BOOK	-0.254798	0.103803	-2.45462	0.0162
LNANTALAR	-0.011786	0.029343	-0.40164	0.6890	LNANTALAR	-0.010706	0.053229	-0.201127	0.8411	LNANTALAR	-0.148890	0.124976	-1.191342	0.2370
SKULDSATTNINGSGR	0.008536	0.095138	0.089721	0.9287	SKULDSATTNINGSGR	0.053699	0.171774	0.312616	0.7554	SKULDSATTNINGSGR	0.487284	0.402840	1.209623	0.2299
R-squared	0.109988	Mean dependent var	-0.069140		R-squared	0.078852	Mean dependent var	-0.011160		R-squared	0.193578	Mean dependent var	0.071619	
Adjusted R-squared	0.033074	S.D. dependent var	0.174297		Adjusted R-squared	-0.000754	S.D. dependent var	0.309025		Adjusted R-squared	0.123887	S.D. dependent var	0.774017	
S.E. of regression	0.171390	Akaike info criterion	-0.604162		S.E. of regression	0.309142	Akaike info criterion	0.575554		S.E. of regression	0.724487	Akaike info criterion	2.278881	
Sum squared resid	2.379338	Schwarz criterion	-0.380464		Sum squared resid	7.741058	Schwarz criterion	0.799252		Sum squared resid	42.51534	Schwarz criterion	2.502579	
Log likelihood	34.88520	Hannan-Quinn criter.	-0.519996		Log likelihood	-17.61217	Hannan-Quinn criter.	0.665720		Log likelihood	-33.41020	Hannan-Quinn criter.	2.369047	
F-statistic	1.430006	Durbin-Watson stat	1.742237		F-statistic	0.990532	Durbin-Watson stat	1.903030		F-statistic	2.777664	Durbin-Watson stat	2.207947	
Prob(F-statistic)	0.204759				Prob(F-statistic)	0.444136				Prob(F-statistic)	0.012196			