



LUND UNIVERSITY

Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen

FEKH89

Examensarbete i finansiering

på kandidatnivå

HT2012

Aktiepris under turbulens

En studie om nyemissioners kortsiktiga aktiekurspåverkan

Kandidatuppsats i Finansiering HT12

Lunds Universitet

Albert Lindgren 890912-0357

Hanway Tran 831226-0436

Truls Browall 891030-7472

Handledare: Tore Eriksson

Titel: Aktiepris under turbulens - En studie om nyemissioners kortsiktiga aktiekurspåverkan.

Slutseminarium: 18 januari 2013

Kurs: FEKH89, Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15 högskolepoäng.

Författare: Albert Lindgren
Hanway Tran
Truls Browall

Handledare: Tore Eriksson

Nyckelord: Nyemission, aktiekursutveckling, annonseringsbesked, teckningsperiod, Stockholmsbörsen

Syfte: Syftet med studien är att identifiera och förklara hur aktiekurser vid nyemissioner, när turbulensen ökar, fluktuerar på Stockholmsbörsen och vilka faktorer som påverkar aktiekursutvecklingen. Detta sker genom att undersöka hur olika faktorer kan bidra till att förklara variationen i kursrörelserna vid nyemissioner på kort sikt. Resultatet ämnar hjälpa befintliga och potentiella aktieägare samt övriga intressenter som söker information om nyemissioners påverkan för aktiekursutvecklingen på kort sikt och bidra med ny vetenskap på området.

Metod: Studien görs m.h.a. två eventstudier, tillkännagivandet av nyemissioner och nyemissioners teckningsperiod. Författarna kan då påvisa om det förekommer negativ överavkastning till följd av tillkännagivandet och under teckningsperioden. Överavkastningen beräknas m.h.a. marknadsmodellen.

Teoretisk synvinkel: Tidigare studier som behandlar nyemissioner under annonseringsperioden och teckningsperioden samt den effektiva marknadshypotesen, pecking- order teorin, static-trade off teorin och signalteorin

Empiri: Nyemissioner som genomförts mellan 1 januari 2009 – 28 oktober 2012 studeras empiriskt.

Slutsats: Studien påvisar värdeförstörande i form av negativ överavkastning vid annonseringsbesked av en nyemission. Negativ överavkastning kunde även påvisas under teckningsperioden, dock till en lägre grad än vid annonseringsperioden. Teckningsperioden visade även ett par dagar med positiv överavkastning även om den totala överavkastningen var negativ. Faktorer som premie och bolagsstorlek hade en påverkan på överavkastningen.

Title: Share price during turbulence – A studie regarding right's issues short term impact on share price

Seminar date: 18th of January 2013

Course: FEKH89, Degree Project in Financial Management Undergraduate Level, 15 ECTS credits.

Authors: Albert Lindgren, Hanway Tran & Truls Browall

Advisor: Tore Eriksson

Five key words: Right's issue, share price development, announcement day, subscription period, Stockholm Stock Exchange

Purpose: The purpose of the study is to identify and explain the fluctuations of stock prices during a right's issue on the Swedish stock exchange, a time characterized by high turbulence, as well as to identify the factors that could impact the stock price. This is accomplished by examining what variables could contribute to the fluctuation in stock price during a right's issue in the short term perspective. The results aim to help current- and potential stock holders, as well as other potential stakeholders that have an interest in a right's issue's impact on the stock price in the short term, and contribute with new knowledge within the field of right's issues.

Methodology: An event study was conducted, whose event periods encompassed the announcement of right's issue and a right's issues subscription period. The authors can thus show whether there is negative or positive abnormal returns during the announcement- and subscription period. The abnormal return is calculated with the market model.

Theoretical perspectives: Past studies that have analyzed right's issues during announcement- and subscription periods, as well as the market efficiency model, pecking order theory, static trade off theory and signal theory.

Empirical foundation: Right's issues that have been completed between 1st of January 2009 – 28th October 2012 are studied empirically.

Conclusions: The study shows value deprecation occurring during the announcement period of a right's issue. The study also shows that right's issues are value depreciating during the subscription period, albeit to a lesser degree. The subscription period had a few days of positive abnormal returns even if the total abnormal return was negative. Furthermore, factors like company size and price of new shares have an impact on the abnormal return.

Innehållsförteckning

Kapitel 1 Inledning	6
1.1 Bakgrund	6
1.2 Positionering.....	7
1.3 Problemformulering	8
1.4 Syfte	8
1.5 Avgränsningar	9
1.6 Definitioner och begrepp.....	10
1.7 Uppsatsens fortsatta disposition.....	11
Kapitel 2 Praktiska referensramar.....	12
2.1 Regelverk vid nyemissioner	12
2.2 Nyemissioner.....	12
2.3 Företrädesemission.....	13
2.4 Riktad emission	13
2.5 Kontantemission och apportemission.....	13
2.6 Motiv till nyemissioner	14
Kapitel 3 Teori och tidigare forskning.....	15
3.1 Effektiva marknadshypotesen	15
3.1.1 Svag effektiv marknad.....	15
3.1.2 Semistark effektiv marknad.....	16
3.1.3 Stark effektiv marknad	17
3.1.4 Effektiviteten på den svenska marknaden	17
3.2 Kapitalstruktur.....	18
3.2.1 Pecking Order teorin.....	18
3.2.2 The Static Trade-off Theory	19
3.3. Tidigare forskning av relevans för denna studie	19
3.3.1 Signalerings teorin vid annonseringsdagen	19
3.4 Annonseringsperioden.....	21
3.5 Teckningsperioden	22
Kapitel 4 Metod	24
4.1 Forskningsansats - ett deduktivt metodval.....	24

4.2 Datainsamling.....	24
4.3 Källornas trovärdighet.....	27
4.3.1 Reliabilitet	27
4.3.2 Validitet	28
4.4 Eventstudie	29
4.5 Regressionsanalys	34
4.6 Hypotesprövning.....	35
Kapitel 5 Empiri – resultat.....	37
5.1 Sammanställning av studiens observationer vid annonseringsdagen.....	37
5.2 Sammanställning av studiens observationer under och efter teckningsperioden.....	39
5.3 Sammanställning av annonserings- respektive teckningsperiod.....	41
5.4 Sammanställning av regressionsanalysen för annonserings- respektive teckningsperioden	47
Kapitel 6 - Analys	49
6.1 Analys av annonseringsperiod	49
6.2 Analys av teckningsperioden	51
6.3 Analys av resultat och teori.....	54
Kapitel 7 Slutsats	57
7.1 Slutsats	57
7.2 Förslag på vidare forskning:.....	58
Kapitel 8. Källförteckning	60
8.1 Artiklar	60
8.2 Litteratur.....	62
8.3 Internetkällor	63
8.4 Intervju	63
Kapitel 9. Bilagor.....	64

Kapitel 1 Inledning

I kapitlet presenteras studiens bakgrund och huvudsakliga undersökningsområde. Vidare introduceras läsaren till det bakomliggande problem som ligger till grund för studiens syfte.

1.1 Bakgrund

“PA Resources faller tungt på börsen ”

Så löd huvudrubriken i affärsvärlden den 7 november 2012 efter beskedet att olje- och gaskoncernen PA Resources skulle genomföra en nyemission. Samma dag föll bolagets aktiekurs med 40 procent (Affärsvärlden, 7 nov 2012).

Aktieomsättningen för börsnoterade bolag kan under vissa turbulenta perioder vara osedvanligt mycket högre än under normala förhållanden. Detta kan bero på en drastisk förändring i konjunkturen eller på politiska förändringar som påverkar ett visst bolags framtidsutsikter (Eklöf, 2/12-12). Det kan även handla om nyheter rörande marknadsförändringar och teknologiska upptäckter. Detta skiljer sig naturligtvis från bolag till bolag, beroende på hur konjunktürkänsliga de är och vilka nyheter som berör dem. På kort sikt upplever däremot samtliga bolag en turbulent period när de genomför en nyemission, dvs. då företag vänder sig till aktieägare eller andra externa aktörer för att skaffa nytt kapital (Eklöf, 2/12-12).

Likt exemplet med PA Resources kan en nyemission väcka många negativa och kritiska åsikter, vilket speglas i det emitterande bolagets aktiekursutveckling. Detta fenomen har även belysts i tidigare forskning på de stora internationella börserna (Muhtaseb & Philippatos, 1995). Aktiemarknaden tenderar att reagera negativt vid en nyemission, dels vid annonseringen av en nyemission, dels under nyemissionens teckningsperiod. Ett samband mellan dessa perioder har påvisats genom en studie på den australienska aktiemarknaden skriven av Balachandran, W. Faff F. Theobald och Van Zijl (2010). Deras studie visade att ett nyemissionsbesked, som skapar en stark negativ reaktion efter annonseringsdagen, brukar ha mindre volatila rörelser under nyemissionens teckningsperiod.

1.2 Positionering

Idag finns mycket forskning på de stora internationella börserna om den kortsiktiga och långsiktiga effekten vid annonseringstillfället och under teckningsperioden vid en nyemission. Tidigare studier av Bhagat & Hess (1983), Barclay & Litzenberger (1988) och Ross (1977) har m.h.a. historisk data analyserat händelseförloppet dagarna kring ett nyemissionsbesked på den amerikanska aktiemarknaden. Resultatet av dessa studier visar att ett nyemissionsbesked ger upphov till negativa signaler och därmed en negativ respons från marknaden och aktieägarna. De främsta förklaringarna till denna negativa respons, beror enligt studierna, på informationsasymmetrin mellan marknaden och företagsledningen. Aktieägarna kan genomskåda de bakomliggande anledningarna till nyemissioner, vilka oftast är negativa, och därför faller kursen. Även andra amerikanska studier, bl.a. den av Muhtaseb och Philippatos (1995), har försökt förklara hur aktiekursutvecklingen tenderar att reagera under själva teckningsperioden, vilken är den period som aktörer väljer att teckna sig eller inte i nyemissionen. Samtliga studier konstaterar att aktiekursutvecklingen uppvisar en negativ utveckling de första dagarna av teckningsperioden, men ju närmare teckningsdagen desto mer avtagande blir den negativa utvecklingen. Studierna visar således en negativ utveckling under hela teckningsperioden med en mer avtagande negativ utveckling de sista dagarna av teckningsperioden.

På den svenska marknaden finns det en hel del forskning om aktiemarknadens reaktioner kring dagen vid ett nyemissionsbesked. Däremot är den svenska forskningen kring teckningsdagen nästintill helt obefintlig, en period som bäst beskrivs som följande:

“Teckningsperioden anses vara av stor betydelse för hur utfallet av nyemissioner tenderar att falla ut”

-Magnus Eklöf, Head of Corporate Actions, Avanza Bank

Den stora betydelsen av kursrörelserna kring teckningsdagen i kombination med bristen av tidigare studier gjorda på den svenska marknaden ledde till att författarna av denna uppsats valde att fokusera på nyemissioners annonseringsperiod och teckningsperiod. Uppsatsen går ut på att undersöka aktiekursrörelserna kring båda perioderna och se om de uppvisar något mönster att ha en ömsesidig påverkan.

1.3 Problemformulering

Med utgångspunkt från ovanstående diskussion fann författarna det intressant att undersöka om de mönster, vilka har kunnat påvisas av tidigare forskning från de stora internationella börserna, även kunde urskiljas på Stockholmsbörsen. Fokus låg på att analysera aktiekursutvecklingen kring annonseringsdagen av en nyemission samt för aktiekursutvecklingen under teckningsperioden. Författarna valde dessa två perioder för att se om de kunde urskilja ett genomgående mönster av hur marknaden reagerar kring annonserings- och teckningsdagen. Författarna ansåg att dessa två perioder är betydande för vilken effekt en nyemission har på kort sikt. Vidare ville de se vilka faktorer som kan avgöra vilka företag som tenderar att reagera mer eller mindre än andra. Således blev den huvudsakliga problemformuleringen:

“Kan aktiekursutvecklingen förutsägas vid en nyemission under annonserings- respektive teckningsperiod och vilka konsekvenser kan det tänkas innebära för aktieägarna?”

1.4 Syfte

Syftet med studien är att identifiera och förklara hur aktiekurser vid nyemissioner, när turbulensen ökar, fluktuerar på Stockholmsbörsen och vilka faktorer som påverkar aktiekursutvecklingen. Detta sker genom att undersöka hur olika faktorer kan bidra till att förklara variationen i kursrörelserna vid nyemissioner på kort sikt. Resultatet ämnar hjälpa befintliga och potentiella aktieägare samt övriga intressenter som söker information om nyemissioners påverkan för aktiekursutvecklingen på kort sikt och bidra med ny vetenskap på området. Författarnas förhoppning är att ge läsaren en bättre bild av nyemissioners kortsiktiga påverkan på aktiepriset och ge en förklaring till vilka faktorer som kan tänkas ha en påverkan för utvecklingen.

1.5 Avgränsningar

För att undersöka vilken kortsiktig påverkan nyemissioner har på aktiekursutvecklingen på Stockholmsbörsen, valde författarna att analysera aktiekursutvecklingen under två olika eventfönster, dvs. tidsperioder. Första eventfönstret var nio dagar före och efter annonseringsdagen av en nyemission. Det andra eventfönstret var tio dagar före och tre dagar efter teckningsdagen. Författarna valde de två händelseperioderna då dessa historiskt sett tenderar att uppvisa störst turbulens på aktiemarknaden vid nyemissioner på kort sikt (Muhtaseb & Philippatos, 1995). Vidare har författarna använt sig av flera urvalskriterier och avgränsningar för att lyckas genomföra studien. Nedan presenteras avgränsningskriterierna vid urvalet av företag för studien:

- *Företaget ska ha varit listat på OMX Stockholm vid tidpunkten för nyemissionen.*
- *Nyemissionen ska genomförts inom tidsperioden 2009-2012.*
- *Nyemissionen ska ha varit av typen företrädesemission, dvs. till befintliga aktieägare.*
- *Nyemissionen får ha avsett både stam- och preferensaktier förutsatt att aktierna redan fanns på marknaden sedan tidigare.*
- *Bolag som gått i konkurs under tidsperioden eller blivit avnoterade från Nasdaq OMX Stockholm har exkluderats från studien.*
- *Företag som har bytt namn och uppfyller ovanstående villkor har inkluderats i studien.*

1.6 Definitioner och begrepp

AAR - Average Abnormal Return, genomsnittliga överavkastningen, genomsnittliga skillnaden mellan faktisk- och förväntad avkastning.

Annonseringsdag - Dagen då ett företag annonserar att de ska genomföra en nyemission tillsammans med utgivandet av ett prospekt med detaljerna för nyemissionen.

AR - Abnormal Return, överavkastning, skillnaden mellan faktisk- och förväntad avkastning.

Avstämningsdag - Dagen då företagen stämmer av vilka som är aktieägare och har rätt att delta i en nyemission.

CAAR - Cumulative Average Abnormal Return, ackumulerade genomsnittliga överavkastningen.

CAR - Cumulative Abnormal Return, ackumulerade överavkastningen.

Eventfönster - Den tidsperiod som valts för analys.

Ex-dagen - Ex-dagen är tre dagar innan avstämningsdagen. Det är den sista dagen som man måste köpa aktier för att kunna stå som aktieinnehavare på avstämningsdagen.

Garant(er) - En eller flera aktörer som förbinder sig att teckna en viss mängd aktier under en nyemission.

Informationsasymmetri - Kunskapsgap, dvs. vissa innehar mer och bättre information än andra.

Premie - Skillnaden mellan aktiekursen och teckningskursen vid ett givet tillfälle.

Prospekt - Ett dokument som skall upprättas i samband med en nyemission, där väsentlig information om företaget och nyemission skall redogöras.

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

Teckningsdag - Dagen då de nyemitterade aktierna tecknas och noteras på börsen.

Teckningsperiod - Period då aktieägarna har rätt att bestämma sig om de vill teckna nya aktier i bolaget till det erbjudna priset.

Överavkastning - Skillnaden mellan den faktiska och förväntade avkastningen under en bestämd tidsperiod.

1.7 Uppsatsens fortsatta disposition

Kapitel 2. *Praktiska referensramar*. I kapitlet ges en presentation av olika typer av nyemissioner samt vilka lagar och regler som gäller vid genomförandet av dessa.

Kapitel 3. *Teori och tidigare forskning*. I kapitlet presenterar författarna de teorier som användes för att analysera resultatet. Författarna presenterar även tidigare forskning relevant för studien.

Kapitel 4. *Metod*. I kapitlet redogör författarna för de metoder studien använder sig av samt motiv till valet av dessa.

Kapitel 5. *Empiri*. I kapitlet ges en presentation och sammanställning av resultaten från studiens genomförda hypotestester.

Kapitel 6. *Analys*. I kapitlet analyserar författarna resultaten framtagna i empiridelen och knyter an till de teorier som presenteras i kapitel 3.

Kapitel 7. *Slutsats*. I detta kapitel presenteras författarnas egna slutsatser utifrån analysen samt förslag på vidare studier inom undersökningsämnet.

Kapitel 8. *Källförteckning*. Sammanställning av de källor författarna har använt sig av i studien.

Kapitel 9. *Bilagor*. Sammanställning av bilagor.

Kapitel 2 Praktiska referensramar

Kapitlet redogör för praktiska referensramar gällande nyemissioner. Syftet är att ge läsaren en inblick i vad en nyemission är och reglerna vid genomförandet av dem samt en överblick över vad som skiljer sig åt mellan olika typer av nyemissioner.

2.1 Regelverk vid nyemissioner

Reglerna för nyemissioner regleras av Kapitel 13 samt vissa delar av Kapitel 11 i aktiebolagslagen. Beslut om nyemission ska fattas på bolagsstämmor där förslag om nyemission lämnas. I ett förslag om en nyemission måste det framgå vilka som har rätt att teckna de nyemitterade aktierna och om befintliga aktieägare har företrädesrätt till teckning. Förslaget går igenom vid enkel majoritet då mer än hälften av rösterna bifaller förslaget, såvida inga andra bolagsstadgar har upprättats. När ett beslut om nyemission har bifallits, ska det anmälas till Bolagsverket inom sex månader, annars förfaller beslutet (Lundqvist et al, 2005).

2.2 Nyemissioner

En nyemission genomförs när ett bolag är i behov av kapital och väljer att ge ut nya aktier mot betalning. Vanligtvis erbjuder företag i första hand de befintliga aktieägarna, genom en så kallad företrädesemission, att teckna nya aktier i det emitterande bolaget. Andra former av nyemissioner kan också användas så som riktad emission, kontant- och apportemission (Lundqvist et al, 2005).

2.3 Företrädesemission

Vid en företrädesemission erbjuds de nyemitterade aktierna till försäljning för företagets befintliga aktieägare och fördelas jämnt i förhållande till deras befintliga aktieinnehav. Exempelvis kan fyra stycken befintliga aktier ges rätten att teckna en ny aktie, skrivet som 1:4. Rätten att delta i en nyemission har de som är aktieägare på avstämningsdagen (Lundqvist et al, 2005). Tre dagar före avstämningsdagen, vilken kallas ex-dagen, måste aktien köpas för att innehavaren ska kunna stå som ägare på avstämningsdagen. Rätten att teckna kallas för teckningsrätt. Teckningsrätter är finansiella värdepapper som kan handlas på börsen. För att bolaget som gör en emission ska säkerställa att de får in det efterfrågade kapitalet sätts alltid priset på en teckningsrätt lägre än aktiepriset. Detta innebär att ett teckningsrättsvärde skapas och kan räknas fram genom att subtrahera aktiepriset med teckningskursen. Det resulterar i att en nyemission leder till en utspädningseffekt av aktiekapitalet och därmed sjunker aktiepriset vid en nyemission (Lundqvist et al, 2005).

2.4 Riktad emission

En nyemission kan vara riktad till vissa i förväg utvalda personer. Vanligt vid en riktad nyemission är att ett företag vänder sig till vissa externa investerare eller vissa utvalda aktieägare (Lundqvist et al, 2005).

2.5 Kontantemission och apportemission

Kontantemission är det vanligaste sättet att genomföra en nyemission. En kontantemission innebär att ett företag ger ut nya aktier i utbyte mot kontanter. Vid en apportemission ger ett företag ut nya aktier i utbyte mot exempelvis fastigheter, maskiner eller inventarier (Lundqvist et al, 2005).

2.6 Motiv till nyemissioner

Motiv till nyemissioner kan skilja sig mellan företag och skall beaktas med hänsyn till bolagens finansieringspolitik. De vanligaste motiven till en nyemission är:

- Finansiera investeringar och expansion
- Förbättra företagets soliditet och göra det lättare att få låna pengar
- Lösa likviditetsproblem
- Möjliggöra förvärv eller sammanslagning med annat bolag
- Förbättra ett bolags finansiella ställning inför framtida möjligheter till goda affärer
- För att möta de krav som ställs inför en börsintroduktion.

(Andrén et al, 2010)

Kapitel 3 Teori och tidigare forskning

Kapitlet redogör för relevant forskning och teorier kring problemformuleringen. Kapitlet avslutas med en presentation av tidigare empirisk forskning om effekterna kring annonseringsdagen och teckningsperioden.

3.1 Effektiva marknadshypotesen

Teorin om effektiva marknader är enligt författarna relevant då den kan förklara hur den svenska aktiemarknaden kan reagera vid turbulenta tider, som vid nyemissioner på kort sikt. Den effektiva marknadshypotesen har sin utgångspunkt i att aktiepriset reflekterar all tillgänglig information som finns på marknaden. Enligt teorin är det därför inte möjligt att göra arbitragevinster eftersom all information redan finns tillgängligt för investerarna på marknaden (De Ridder, 2002). Om ny information, eller nya förutsättningar tillkommer, påverkar det aktiepriset omedelbart. Det finns förespråkare som menar att olika grader av marknadseffektivitet råder: stark, semistark och svag marknadseffektivitet. Skillnaden mellan formerna är mängden av informationen som finns integrerad i aktiepriset (Hamberg, 2001).

3.1.1 Svag effektiv marknad

I en svag effektiv marknad speglas aktiepriset av historiska aktiekurser, där den förväntade aktieavkastningen idag, är summan av gårdagens avkastning och en slumpfaktor som inte kan förutsägas. Denna modell ger upphov till s.k. "random walks" (Ross, 1977). En konsekvens av en svag effektiv marknad är att det inte finns något mönster i aktiekursrörelserna.

Det finns flera forskare som motsäger sig den svaga marknadsteorin. Exempelvis finns studier om olika anomalier, däribland månadsavkastningen. Dessa studier visar att avkastningen under januari och juli tenderar ha högre avkastningar än andra månader (De Ridder, 2002). De Ridder har även analyserat veckodagsanomalier på Stockholmsbörsen där det, under år 1939-1999, visade sig att fredagar tenderade att generera en högre avkastning än måndagar. Samma tendenser kan även ses på den amerikanska marknaden (Keim, 1983). Studierna är således indikationer på att svag marknadseffektivitet inte råder.

3.1.2 Semistark effektiv marknad

Den semistarka marknadseffektiviteten speglas av att aktiepriset, utöver historiska aktiekurser, består av all offentlig information på marknaden (Fama, 1970). Informationen kan bl.a. bestå av företagsspecifika pressmeddelanden, devalveringar, konjunkturrapporter samt nyheter. Vid en semistark marknadseffektivitet, kan en analys i syfte att hitta undervärderade företag inte göras eftersom all information som analysen grundar sig på redan är inkorporerat i aktiepriset. Däremot kan olika analytikers värderingar skilja sig åt, vilket förklaras av Bodie och Mertons (2000) två punkter:

1. Analytiker ser information av olika betydelse för det framtida aktiepriset, vilket kan påverka bedömningen.
2. Analytiker kan missa viktig tillgänglig information.

Jämviktspriset är således ett viktat genomsnitt av flera analytikers bedömningar. Aktörer med högre vikt, vilka har mer exakt information och kapital jämfört med genomsnittet, har en viktigare och mer påverkande roll (Bode & Merton, 2000). Fama (1991) menar att vid en företagsspecifik informationshändelse, som resultatrapport eller utdelningsförändring, prisas informationen direkt in i aktiepriset.

3.1.3 Stark effektiv marknad

Stark marknadseffektivitet karaktäriseras av att ingen information, såsom insiderinformation, kan skapa över- eller undervärderade aktier vilket kan ge upphov till övervinster eftersom företagsintern information redan är integrerad i aktiepriset (Fama, 1970). Det finns däremot ett flertal studier som visar att denna typ av marknadseffektivitet inte råder. Dessa visar istället att personer med insiderinformation har kunnat generera vinster som överstigit den normala avkastningen.

3.1.4 Effektiviteten på den svenska marknaden

Det finns fåtal empiriska studier av den svenska marknadens effektivitet. En studie skriven av Claesson (1987) visar bl.a. att den svenska aktiemarknaden är en semistark effektiv marknad, där avvikelser skett under olika tidsperioder från den mellanstarka effektiviteten. Avvikelserna handlar bl.a. om anomalier som januarieffekten, veckodagseffekten m.m. (Claesson, 1987). Andra studier om effektiviteten på svenska marknaden är exempelvis Forsgårdh & Herten (1975) som kom fram till en liknande slutsats.

3.2 Kapitalstruktur

3.2.1 Pecking Order teorin

Pecking order teorin är enligt författarna relevant för studien då den bl.a. ger en förklaring till när företag väljer att anskaffa kapital genom nyemission. Teorin utgår från att bolag står inför flertal finansieringsalternativ vid anskaffning av nytt kapital. Bolagen rangordnar då alternativen efter de mest fördelaktiga, där nyemissioner enligt teorin bör vara det sista alternativet (Myers & Majluf, 1983). Teorin framhäver att informationsasymmetri råder och att svåra implikationer kan skapas vid val finansieringsalternativ. Det då företagsledningen kan utnyttja informationsasymmetrin som uppstår på marknaden vilket betyder att investerare inte har tillgång till samma information som företagsledningar (Myers, 1984). Pecking Order teorin rangordnar alternativen i tre nivåer:

1. Företag föredrar att i första hand att finansera sin verksamhet med interna medel, som balanserade vinstmedel, framför externa medel.
2. Företagens utdelningspolicy regleras så kassaflöden från tidigare investeringar motsvarar kommande investeringar.
3. Om möjligheten till interna medel inte finns, tvingas företag till att använda externt kapital. Företagen väljer då att använda den säkraste källan. Det kan sägas att företag arbetar sig genom en hierarki av olika finansieringssätt.

Då ett företag inte kan utnyttja interna finansieringsmedel tvingas bolaget istället att använda externt kapital, vilket beskrivs i nivå tre ovan. Bolaget föredrar då att använda sig av skulder i form av banklån, obligationer eller konvertibellån. Om dessa externa finansieringskällor inte kan genomföras är den sista utvägen, enligt pecking-order teorin, att finansiera sig m.h.a. aktieägarna genom en nyemission (Ross et al, 2001). Företag är ofta motvilliga till att genomföra nyemissioner, dels pga. risken att nya aktier inte kan emitteras till rätt pris, dels pga. de höga transaktionskostnader som tillkommer. Då företag däremot väljer att emittera nya aktier och en nyemission genomförs är val av tidpunkt av stor vikt enligt pecking-order teorin.

3.2.2 The Static Trade-off Theory

Val av finansieringskälla beror enligt "The Static Trade-Off"-teorin på en avvägning mellan de för- och nackdelar som respektive finansieringsalternativ resulterar i. Fördelen med skulder i form av lån är skatteeffekten då räntebetalningar skapar avdragsgilla kostnader. Samtidigt leder en ökad skuldsättning till en finansiell risk då räntor måste betalas och kan skapa finansiell stress. Finansiell stress skapar dels direkta kostnader i form av juridiska och administrativa, dels indirekta kostnader i form av en försämrad trovärdighet. Företaget riskerar i så fall att förlora relationer med kunder, leverantörer och anställda (Berk & DeMarzo, 2011). Vidare kan en ökad konkursrisk innebära ökade agentkostnader, då långgivare och aktieägare har en tendens att ha olika preferenser vid ökad risk för konkurs. Exempelvis tenderar aktieägare ha en mer negativ inställning till nyinvesteringar eftersom de bedömer att risken för konkurs är för hög och att det förväntade värdet av företaget kommer vid en konkurs att förfalla i långivarnas händer.

Fördelen med att finansiera sig med eget kapital är att dessa pengar inte är återkrävbara eller begränsade med regler och krav som vid ett lån. Således skapar finansiering m.h.a. eget kapital en lägre finansiell risk. Däremot förbigås möjligheten till andra fördelar, såsom skatteavdrag för räntekostnader (Berk & DeMarzo, 2011).

3.3. Tidigare forskning av relevans för denna studie

3.3.1 Signalerings teorin vid annonseringsdagen

Modeller om signalering är ett välutforskat område och har stor betydelse för denna uppsats då det kan bidra med en förklaring till vilka signaler nyemissioner kan tendera att generera. Genom att skicka signaler till marknaden kan en företagsledning bl.a. jämna ut informationsasymmetrin på marknaden (Ross, 1977). Forskning visar att aktiemarknaden tenderar att reagera negativt vid annonseringstillfället av nyemissioner. Barclay & Litzenberger (1988) har försökt förklara dessa negativa marknadsreaktioner. De menar att företagsledningar bl.a. väljer att genomföra nyemissioner då ledningen anser att företaget är övervärderat.

Genom en nyemission skapas en negativ marknadsreaktion som således leder till att företagets marknadsvärde minskar. Asquiths och Millings (1986) studie visar en liknande förklaring; då ett företag har mer information än andra parter, kommer ett beslut om nyemission att användas för att bedöma företagsvärdet. De menar att det finns olika sorters information som avgör om en nyemission ses som positiv eller negativ från företagets sida. Tillsammans kan dessa samband sammanfattas till den s.k. signaleringsteorin.

Nästintill alla studier av signaliseringsteorin menar att en förändring av kapitalanvändning, kapitalstruktur eller ägarstrukturen skapar olika signaler till marknaden vid nyemissioner.

Ändring av ägarstruktur

En företagsledning föredrar att äga större delen av ett företags aktier om det förväntas få bättre kassaflöden i framtiden jämfört med idag. Därför ser en rationell investerare det som en positiv signal om bolagens ledning har stora mängder aktier i bolaget (Downs & Heinkel, 1982). Vidare menar Barclay och Litzenberger (1988) att det vid nyemissioner sker en ändring i ägarspridning då de befintliga aktieägarna, vid företrädesemissioner, får teckningsrätter för att välja om de vill delta eller avstå en nyemission. Eftersom det inte är säkert att alla befintliga aktieägare väljer att teckna sig för en nyemission, kan det ske större förändringar i ägarstrukturen. Det kan både förbättra eller försämra värdet av ett befintligt aktieinnehav vilket kan generera olika signaler till marknaden.

Ändring av kapitalanvändning

Tolkningen av hur en ändring av ett företags kapitalanvändning påverkar aktien skiljer sig åt mellan forskare. Enligt Miller och Rock (1985) indikerar en ökad användning av externa finansieringskällor på minskade förändringar av ett företags vinster. En nyemission skapar således en negativ signal på marknaden, med en negativ aktiereaktion som är proportionell till emissionsstorleken (Miller & Rock, 1985). Signalmodellen av Trueman (1986) menar däremot att ökad kapitalanvändning signalerar att ett företag har projekt med potentiella positiva nuvärden, annars vore det inte lönsamt att skaffa mer kapital. En nyemission bör således vara något positivt, då det på lång sikt är tänkt att generera högre vinster (Trueman, 1986).

Ändring av kapitalstruktur

Vid en ökad skuldsättning tillkommer förpliktelser gentemot långivaren. En ökad skuldsättning signalerar således att företag tror sig klara av förpliktelserna i form av räntebetalningar och återbetalningskrav. Genom en skuldsättning ges även en större inblick i företaget i form av ökad övervakning från långivaren, vilket genererar positiva signaler. Om företaget däremot tar in externt kapital från aktieägarna, via en nyemission, skapas en negativ signal till aktiemarknaden eftersom ledningens förväntningar på företags framtida kassaflöde kan ha ändrats, vilket leder till en aktiekursminskning (Ross, 1977). Det kan även tolkas som att då företag ökar skuldsättningen beror det på att ledningen planerar generera en skattefördel i form av avdragsgilla räntekostnader. En nyemission är i detta fall en justering av skuldsättningen och kan visa att ledningens förväntningar ändrats, förutsatt att faktorer som ex. skatter inte är förändrade. En nyemission genererar således en negativ signal till marknaden enligt Masulis (1983).

3.4 Annonseringsperioden

Vid annonsering av en nyemission tenderar aktiemarknaden att reagera negativt. Det finns flera studier som därför analyserat marknadens reaktioner vid denna tidpunkt. En studie av Bhagat (1983) beskriver vilka effekter ett nyemissionsbesked har på aktiekursutvecklingen. Ett nyemissionsbesked har enligt Bhagat & Hess följande effekter:

1. Investerings effekt; Om kapitaltillskottet, vilket tillkommer av nyemissionen, investeras i syfte att generera ett positivt nuvärde sker en positiv reaktion på marknaden.
2. Kapitalstruktureffekt; Vid förändring av kapitalstrukturen kan beskattningseffekter och förmögenhetsförskjutningar mellan obligations- och aktieinnehavare leda till en prisförändring på aktien.
3. Signalerings effekt; Vid en nyemission publiceras ett prospekt vilket ger en bild av företagsvärdet till allmänheten.
4. Kostnadseffekt; En reaktion kan uppkomma på grund av de kostnader som uppstår av nyemissionen.

3.5 Teckningsperioden

I en studie skriven av Balachandran, W. Faff F. Theobald och Van Zijl (2010) har författarna undersökt hur aktiemarknaden reagerar under teckningsperioden på den australienska aktiemarknaden. De har analyserat relationen mellan prisjusteringen och teckningsgraden vilket ger ytterligare insikter om marknadens effektivitet och vilken roll teckningsgraden har efter offentliggörandet av en nyemission. Vidare analyseras vilken påverkan graden av likviditet har under teckningsperiod när det gäller signalering, informationsasymmetri och emissionsgaranter. (Balachandran et al, 2010)

Resultatet av studien visar att ju högre teckningsgraden är för en nyemission, dvs. ju fler aktieägare som väljer att teckna, desto bättre är aktiekursutvecklingen. Den genomsnittliga överavkastningen i samband med en fulltecknad nyemission är 4,8 % mer än vid icke-fulltecknade emissioner. De bolag med högre skuldsättningsgrad och högre konkursrisk har även en större negativ utveckling under teckningsperioden än bolag med lägre skuldsättningsgrad. En s.k. ”run up” effekt kan urskiljas då bolag som haft en betydande aktieuppgång de senaste åren upplever en starkare negativ aktieprisutveckling under teckningsperioden (Balachandran et al, 2010).

Det visar sig att det är mer sannolikt att icke fulltecknade nyemissioner görs av små och mindre likvida bolag. Vidare påvisar de att kvalitativa signaler som helt avslöjas vid nyemissionens annonseringsdatum är förknippat med en viss prisjustering under teckningsperioden. En mycket ogynnsam utveckling efter annonseringen av en nyemission brukar betyda en mindre ogynnsam utveckling under teckningsperioden. Det vill säga att starka aktiereaktioner vid tillkännagivandet av nyemissioner tenderar att korrigeras under teckningsperioden, där mer information kommer till marknaden angående emissionens syfte, framtida påverkan m.m. Både likviditet och teckningsgrad förknippas med kvaliteten på emittenten. De visar därmed också bevis för sin sista hypotes, om att företag med högre teckningsgrad är mer likvida än företag med lägre teckningsgrad (Balachandran et al, 2010).

I en studie genomförd av Muhtaseb och Philippatos (1995) undersöktes sambandet mellan aktiekursvärdet vid annonseringen av en nyemission och aktiekursen vid teckningsdagen på den amerikanska börsen. Studien omfattade både nyemissioner riktade mot allmänheten samt nyemissioner riktade mot befintliga aktieägare. Där fann de att aktiekursen, vid riktade och allmänna nyemissioner, kontinuerligt minskade i värde från annonseringen av en nyemission fram till teckningsdagen. Lutningen på nedgången var som starkast vid annonseringsdagen och minskade sedan när teckningsdagen närmade sig. Nyemissioner riktade till befintliga aktieägare minskade även mindre i värde jämfört med nyemissioner riktade till allmänheten (Muhtaseb & Philippatos, 1995).

I studiens slutsats fann Muhtaseb och Philippatos att:

1. aktiekurssvängningarna vid teckningsdagen var mindre än vid annonseringsdagen.
2. nyemissioner riktade till befintliga aktieägare minskade mindre i värde jämfört med nyemissioner riktade till allmänheten (Muhtaseb & Philippatos, 1995).

Kapitel 4 Metod

Detta kapitel redogör och motiverar valet av metoder som används i undersökningen. Det redogörs även för hur datainsamlingen genomförs. Vidare presenterar författarna en källkritisk del och avslutar med en presentation av valda hypoteser för testerna till respektive händelseperiod.

4.1 Forskningsansats - ett deduktivt metodval

Inom forskning finns olika förhållningssätt mellan teori och studieobjekt. Antingen kan ett induktivt arbetssätt användas, dvs. att data används och analyseras för att utveckla en egen teori (Davidson & Patel, 2003). Alternativt kan ett deduktivt arbetssätt användas, vilket innebär att slutsatser om företeelser dras utifrån befintlig teori. Från de befintliga teorierna formuleras sedan hypoteser. Data samlas sedan in som hypoteserna kan testas på. Teorin avgör vilken typ av information som ska samlas in, hur den tolkas samt hur resultatet kan relateras till de befintliga teorierna. Författarna har använt sig av en deduktiv metod. Ett deduktivt arbetssätt ger studien objektivitet då författarna utgår från redan existerande teorier (Davidson & Patel, 2003). Genom att applicera teorin på sitt område kan tester för hypoteserna göras, vilket säger om de ligger inom det teoretiska ramverket. I det fall kan även tendenser till induktion uppstå då fynden testar om teorin håller eller inte; nya teorier kan således formuleras (Bryman & Bell, 2003).

4.2 Datainsamling

Vid insamling av data har författarna använt sig av sekundärdata, i form av data och information från nyemissionernas prospekt och tilläggsprospekt. Dessa kan hämtas från finansinspektionens prospektregister. Vidare har data hämtats från Reuters-datastream, Nasdaq OMX:s hemsida och företagens årsredovisningar för att få fram all den data som behövdes från de bolag som uppfyllde urvalskriterierna.

Vid valet av kriterier och faktorer har författarna bl.a. hämtat inspiration från tidigare studier som den skriven av Muhtaseb & Philippatos (1995). Faktorer som vid tidigare forskning har bevisat påverkat aktiekursutvecklingen vid nyemissioner har beaktats och testats för både händelseperioderna. För att besvara uppsatsens problemformulering om aktiekursutvecklingen vid nyemissioner på kort sikt, valdes olika variabler för att se vilka som kunde ha inverkan på aktiekursutvecklingen under respektive händelseperiod. Urvalet av variabler har, som ovan nämnts, inhämtats från dels tidigare forskning kring nyemissioner, dels från författarnas egna spekulationer om vad som kan ha en inverkan på aktiekursutvecklingen under respektive eventperiod. Följande variabler valdes:

- Bolagsstorlek - Ett företags storlek är en indikator, dels på den förväntade aktieomsättning då större bolag attraherar fler investerare, dels på möjligheten till kursmanipulation kring teckningsdagen. Värdet för bolagsstorlek har inhämtats från årsredovisningarna och värdet som författarna använde var värdet av eget kapital från årsredovisningen året innan nyemissionen annonserades.
- Emissionshistorik - Då det kan förekomma att ett bolag har genomfört en eller fler emissioner sedan tidigare, valde författarna att inkludera detta som en faktor i sina tester.
- Emissionsstorlek - Då olika företag genomförde emissioner till olika belopp relativt bolagsvärde, valde författarna att inkludera variabeln. Värdet för emissionsstorlek räknades fram genom att ta det tänkta emissionsbeloppet relativt företagsvärdet.
- Garanter vid nyemission - Närvaron av en eller flera garanter vid en nyemission tar bort ett osäkerhetsmoment rörande om ett företag verkligen kan få in den mängd kapital de avser. På så sätt bedömde författarna att garanter var en faktor som kunde påverka aktiekursutvecklingen vid nyemissioner. Om garant(erna) garanterade 50 % eller mer av nyemissionen räknade författarna det som att garant(er) fanns, om en emission var garanterad till under 50 % så räknade författarna det som att garant(er) inte fanns.
- Premie - Den rabatt som ges vid nyemissionen. Författarna har mätt premien vid två tidpunkter, en vid annonseringsdagen och en vid teckningsdagen. Detta beräknade författarna genom att ta stängningskursen för en aktie vid en händelsedag dividerat med teckningskursen.

- Nyhetsflöde - Då information och nyhetsflöde kring ett företags aktiviteter kan ha en stor inverkan på hur investerare bedömer ett företag, ansåg författarna att detta är en viktig faktor att beakta. Författarna valde att mäta detta genom att summera antalet nyhetsartiklar från början av nyemissionsbeskedet på annonseringsdagen fram till och med teckningsdagen i Avanzas nyhetsflöde. Då många av bolagen i urvalet var småbolag ansåg författarna att Avanza vara ett lämpligt val då Avanza riktar sig till småsparare. Samtidigt som det reducerar förekomsten av duplicerade nyhetsartiklar som då kan snedvrída variabeln.

Faktorer som författarna inte bedömde var relevanta, mätbara, för tidskrävande eller där det fanns bristfällig information var:

- *Aktieomsättning* - Författarna avsåg att mäta variabeln som den genomsnittliga aktieomsättningen under de två eventfönsterna. Dock bedömde författarna att det var för omfattande att inkludera denna faktor i analysen, trots att författarna bedömde den som relevant.
- *Andel institutionella investerare* - Denna datainsamling är omfattande och svår, då observationerna bestod av en blandning av många små och en del större bolag. En komplikation förelåg i hur författarna skulle klassificera ett företag eller person som en institutionell investerare eller inte.
- *Bransch* - Författarna ansåg att bransch var en faktor som var värd att undersöka, dock var spridningen av författarnas observationer inom de olika branscherna mycket ojämn, med många observationer i några och fåtal i andra, varvid författarna valde att inte analysera branschfaktorn.
- *Insider ägarandelar* - Eftersom insiders i ett företag är belagda med många restriktioner när det gäller handel med ett företags egna aktier, bedömdes att insiders ägarandel och insiders handel med ett företags egna aktier inte påverkar aktiekursutvecklingen under en nyemission på kort sikt.
- *Kreditrating* - Många bolag i urvalet bestod av små bolag, vilket gör att de inte har någon kreditrating hos de tre stora ratinginstituten. Ett alternativ hade varit att försöka använda svenska bankers interna kreditrating på företagen. Detta bedömdes dock vara för komplicerat och kreditrating valdes därför inte med som en faktor.

4.3 Källornas trovärdighet

Informationen och all data i studien är inhämtad från sekundära källor. Informationen baseras på tidigare studier och forskning, medan all data är baserad på information som företagen har uppgivit till myndigheter och intressenter som är reglerade via lag. Författarna diskuterar nedan uppsatsens reliabilitet och validitet.

4.3.1 Reliabilitet

För att få en hög reliabilitet är det av vikt att beskriva vardera moment och del i studiens uppbyggnad. Detta så att studien kan upprepas på samma data och ge ett likgiltigt resultat (Bryman & Bell, 2003).

Då informationen från all data är reglerade via lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument, Aktiebolagslagen (2005:551), Årsredovisningslagen (1995:1554), samt att databaserna ägs av oberoende aktörer ansåg författarna informationen som pålitlig. För att säkerställa att informationen var korrekt jämfördes all data med andra sekundära källor vilket gav en ökad grad av reliabilitet hos all insamlad data. Både databaserna och annan använd information fanns tillgängliga för allmänheten, vilken kan ses öka studiens tillförlitlighet ännu mer. Vid databearbetningen följdes Benningas riktlinjer för beräkningarna av CAR, AR och förväntade avkastningen, samt även regressionsanalys och skattning av dess variabler (Benninga, 2008). Det var viktigt att använda metoder som anses ha hög reliabilitet för att en reprisering av undersökningen skall kunna göras. Författarna valde därför att använda metoder som är vanligt förekommande i liknande kvantitativa studier, såsom regressionstest, t-test, AR och CAAR beräkningar, vilket gör att metoden ansågs vara tillförlitlig. Vidare genomfördes statistiska hypotesprövningar för att säkerställa statistisk signifikans.

4.3.2 Validitet

Validitet handlar om att studera rätt fenomen (Holme & Solvang, 1997). Den säger att integriteten hos slutsatserna som studien genererar ska vara fri från systematiska fel. För att säkerställa att inga systematiska fel råder får inga slumpmässiga variabler påverka resultatet (Bell, 2006). Olika variabler kan påverka aktiekursutvecklingen, vilken således kan påverka orsak och verkan i studien. Det är därför viktigt vid kvantitativa forskningar att mäta det som är avsett att mäta, dvs. att uppnå hög teoretisk validitet.

Det finns två viktiga aspekter gällande validitet; intern och extern. *Intern validitet* råder om undersökningen, som i uppsatsens fall, undersöker samband mellan olika variabler och att det då råder ett kausalt förhållande mellan variablerna (Bell, 2006). Exempelvis om x orsakar y, hur säkert är det att det inte är y som är orsaken till x? Genom att använda en bra avgränsning av variabler, vilka kan påverka händelsen, ökas den interna validiteten. I författarnas fall analyserades nyemissioner på den svenska marknaden vilket således innebär att kulturkrock inte var en variabel som påverkade resultatet (Bell, 2006).

Extern validitet handlar om att kunna generalisera studiens resultat utöver det specifika forskningssammanhanget, och applicera resultaten i ett större sammanhang (Bell, 2006). Studien använde sig av vedertagna teorier och metoder, vilken författarna anser gör det möjligt att kunna upprepa studien i andra sammanhang i andra länder och tidsperioder vilket gör att studien har en hög grad av extern validitet.

4.4 Eventstudie

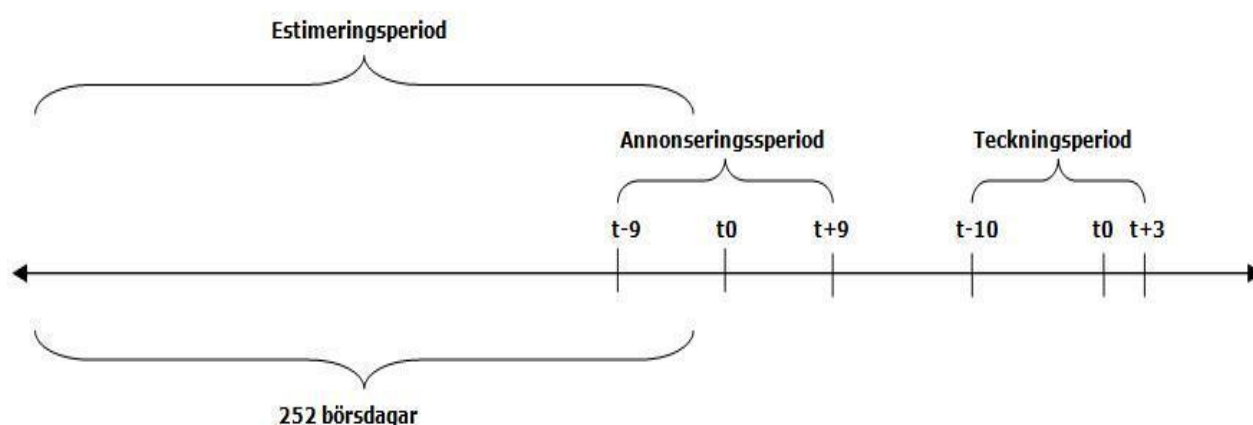
En eventstudie ger styrkor i att överavkastning, som uppstår efter en tidsberoende men företagsspecifik händelse, kan skattas mer precist genom en sammanställning av resultat från flera företag som genomfört nyemissioner vid olika tidpunkter (Athern, 2006). När författarna genomförde eventstudien förutsatte de en effektiv marknad där företagets aktiepris fluktuerade p.g.a. förväntningarna om bolagets resultat och nyhetsflöde i medier (MacKinlay, 1997). Genom eventstudien försökte författarna på så sätt se om en viss händelse ledde till en abnormal förändring i bolagets aktiekurs. Två eventstudier gjordes, en där författarna använde annonseringsdagen som händelsedag och en där teckningsdagen användes som händelsedag.

Vanligtvis brukar en eventstudie omfattas av en estimeringsperiod, ett eventfönster och en post-event-period. Författarna valde dock inte att använda sig av en post-event-period då de endast ville undersöka dagarna kring annonseringsdagen och teckningsperioden. Detta gjorde författarna även för att resultatet skulle vara avskilt från de faktorer som en längre post-event-period kan ge inverkan för. Kortare tidsperioder tenderar också att uppvisa en högre validitet och reliabilitet (Fama, 1991). Författarna följde MacKinlays (1997) plan vid genomförandet av eventstudien och använde sedan Benningas (2009) riktlinjer för att beräkna MacKinlays olika steg, vilka presenteras nedan. Vid bearbetningen av data använde författarna sig av Excel och analyse-it, som är ett tillägg till Excel för finansiell statistik.

Steg 1. Definition av eventfönstret

Eventfönstret är det tidsintervall författarna valde att mäta förändringar i aktiepriset vilket en nyemission ger upphov till. På så sätt kunde nyemissionens påverkan mätas på företagets aktiekurs och därmed också se om någon överavkastning kunde urskiljas. Steg 1 innefattade att själva omfattningen av eventfönstret definierades. Annonserings- och teckningsdagen vid en nyemission, alltså studiens händelsedagar, betecknas som t_0 . Eventfönstret sträckte sig från $t-9$ till $t+9$ för annonseringsdagen. Detta innebar att författarna hade ett spann på 9 dagar före och efter annonseringsdagen. Vid teckningsperioden valde författarna att studera perioden 10 dagar före och 3 dagar efter teckningsdagen, betecknade som $t-10$ och $t+3$. Antal dagar en teckningsperiod brukar omfatta kan variera mellan 8-14 dagar. Vanligast är att teckningsperioden omfattar tio dagar vilket gav upphov till att eventfönstret blev avgränsat till tio dagar före teckningsdagen.

Aktiekursen studerades tre dagar efter teckningsdagen för samtliga bolag, för att se om marknadsreaktionerna av teckningsdagen hade en fördröjningseffekt (Arnold, 2002). Detta gjorde författarna för att studera aktiemarknadens reaktion före och efter annonseringsdagen, samt under och efter teckningsperioden. Författarna använde även en estimeringsperiod om 252 börsdagar, som sträckte sig från annonseringsdagen -1 dag och 252 börsdagar innan, då detta är det schablonmässiga minimikravet för att kunna uppskatta ett bolags normala aktiekursrörelser (Andrade *et al*, 2001).



Steg 2: Urvalskriterier och bortfall

Författarna sammanställde först en lista på alla bolag som hade avslutat en nyemission under perioden 2009-2012, därefter sorterades de bolag bort som inte uppfyllde studiens urvalskriterier. I tabell 4.1 presenteras antalet bolag författarna valt att exkludera och ha kvar i urvalsgruppen.

Tabell 4.1 Urvalsgrupp

År	Antal observationer	Noterade på OMX Stockholm	Exkluderade företag	Återstående observationer
2009	18	18	1	17
2010	25	25	8	17
2011	20	20	8	12
2012	17	17	4	13
Total	80	80	21	59

Under perioden 2009-2012 hade 80 stycken företag genomfört en nyemission på Nasdaq OMX Stockholm. Då alla företag, som författarna fann genomfört en nyemission under 2009-2012, inte uppfyllde de valda urvalskriterierna, exkluderades 21 företag bort från undersökningspopulationen. Det återstod då 59 företag, vilket uppfyller kraven för en kvantitativ studie (MacKinley, 1997).

Steg 3: Beräkning av överavkastning

Överavkastningen, som definieras som differensen mellan den faktiska - och förväntade avkastningen under de aktuella eventfönsterna, kan anta både ett positivt eller negativt värde. Förväntad avkastning är den kursförändring som skulle inträffat om en nyemission inte ägt rum. Vid jämförelse av faktisk avkastning och den förväntade avkastningen vid olika tidpunkter under eventfönstret kan nyemissionens påverkan på aktiepriset synas genom att beräkna överavkastningen (MacKinlay, 1997).

Den förväntade avkastningen kan beräknas på flera sätt. Därför undersökte författarna de olika alternativen för att motivera valet av estimeringsmodell. Benninga (2008) presenterar och redogör för de två vanligaste modellerna; tvåfaktorsmodellen och marknadsmodellen. Skillnaden är tillvägagångssättet vid beräkning av normalavkastningen. Trots en något mer komplicerad modell i tvåfaktorsmodellen, påverkar valet av metod inte resultatet i en kvantitativ studie (Benninga, 2008). Tvåfaktorsmodellen jämför avkastningen mellan marknadsindexet och en bransch, medan marknadsmodellen jämför avkastningen mellan marknadsindexet och ett individuellt företag.

Då urvalet av bolag inte var jämnt fördelade över en bransch, samt för att underlätta beräkningarna, valde författarna att använda sig av marknadsmodellen. En av fördelarna med modellen var att författarna diskonterade för eventuell avkastning vilket är förknippat med variationer i marknadens avkastning. Det medför att det får en reducering av spridningen i överavkastningen vilket ökar möjligheterna att upptäcka en specifik händelses överavkastning.

Först sammanställde författarna de 59 företagens enskilda stängningskurser under respektive estimeringsperiod. Därefter genomfördes nedanstående beräkningar

Formel 4.1 - Beräkning av verklig avkastning

$$R_{it} = P_i(t_1) / P_i(t_0) - 1$$

R_{it} = Verklig avkastning P_i = Stängningskurs

Vid beräkning kan sägas att den verkliga avkastningen beräknas som dagliga procentuella förändringen i respektive aktiekurs, där stängningskursen betecknas för respektive dag.

Formel 4.2 - Beräkning av förväntad avkastning

$$Re_{it} = \alpha_i + \beta_i * Rm_t$$

Re_{it} = förväntad avkastning, enskild tillgång α = alfavärde β = Betavärde Rm_t = Marknadsavkastningen

Formel 4.2 visar beräkning av förväntad avkastning för ett enskilt företags aktie. För att möjliggöra beräkningen av den förväntade avkastningen var författarna tvungna att beräkna fram betavärden. Ett betavärde visar den enskilda aktiens kurssvängningar i förhållande till marknadsindexets. Författarna fick fram betavärdena genom att jämföra de utvalda bolagens aktiekurser under estimeringsperioden med affärsvärldens generalindex (AFGX), då det är ett index som är justerad för nyemissioner, splittar och utdelningar, som den oberoende variabeln. Vidare följde författarna Benningas beräkningar för beta och alfa, regressionslinjens skärningspunkt då marknadsavkastningen är lika med noll, m.h.a. Excel.

Formel 4.3 - Beräkning av överavkastning

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

AR_{it} = Överavkastning R_{it} = Verklig avkastning Re_{it} = förväntad avkastning, enskild tillgång

Efter beräkningen av den verkliga avkastningen och den förväntade avkastning kan överavkastningen räknas fram. Samma beräkningar gjordes på alla de 59 observationer som uppfyllde urvalskriterierna.

Steg 4: Definition och skattning av variabler

I enlighet med MacKinlays (1997) rekommendationer, hämtades data från ett estimeringsfönster som sattes till 252 börsdagar innan -1 dag från annonseringsdagen. Då författarnas två eventfönster låg nära varandra i tiden så användes ett gemensamt estimeringsfönster. Således är beta- och alfavärdet beräknat fram till två dagar före annonseringsdagen. Genom att ge utrymme för mellanrum i skattningen av betavärdet så minimerades risken för eventuella spekulationer och ryktesspridningar (MacKinlay, 1997).

Steg 5: Genomsnittlig överavkastning

Den genomsnittliga överavkastningen, average abnormal return (AAR), beräknades för varje period inom eventfönstret för de observerade företagen. Det för att kunna konstatera att en övergripande överavkastning förekommer.

Formel 4.4 Beräkning av genomsnittlig överavkastning

$$AAR_{it} = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^N AR_{it}$$

AAR_{it} = Den genomsnittliga överavkastningen för alla företagen i urvalet AR_{it} = genomsnittlig överavkastning per enskild tillgång N = antal observationer

Beräkningen av den genomsnittliga överavkastningen beräknades för samtliga observerade nyemissioner, därmed erhöles genomsnittsvärden för samtliga dagar under respektive eventfönster. Vidare beräknades den ackumulerade genomsnittliga överavkastningen, Cumulative Average Abnormal Return (CAAR), vilket beräknas som summan av den genomsnittliga överavkastningen under eventfönsterna.

4.5 Regressionsanalys

Författarna genomförde en regressionsanalys på den genomsnittliga överavkastningen (AAR) och den ackumulerade genomsnittliga överavkastningens (CAAR) värdena tillsammans med de variabler författarna skulle undersöka. Syftet var att räkna fram ett statistiskt samband, på vilken påverkan de olika variablerna kunde ha på aktiekursutvecklingen under de två eventfönsterna tillsammans med grad av statistisk signifikans, för att kunna bedöma om en variabels påverkan är systematisk eller slumpmässig.

Variablerna som analyserades vid regressionsanalysen under annonseringsperioden var:

- Bolagsstorlek med egen skala 1-5, där de lägre värdena är mindre bolag
- Närvaron av garant(er)
- Premie
- Emissionsstorleken relativt bolagsstorleken med egen skala 1-5
- Tidigare emissioner

Variablerna som analyserades vid regressionsanalysen under teckningsperioden var:

- Bolagsstorlek med egen skala 1-5, där de lägre värdena är mindre bolag
- Närvaron av garant(er)
- Premie
- Emissionsstorleken relativt bolagsstorleken med egen skala 1-5
- Tidigare emissioner
- Mediaflödet

4.6 Hypotesprövning

För att säkerställa att observationernas överavkastningar under respektive eventfönster var statistiskt signifikanta, genomförde författarna två olika hypotesprövningar. Båda testen var ickeparametriska t-test som genomfördes för både annonserings- och teckningsperioden. Anledningen till att författarna använde t-test förklaras genom ett Kolmogorov-Smirnov test (KS-testet), vilket testar för om observationerna under respektive eventfönster var normalfördelade. Eftersom signifikansnivån under annonseringsperioden 0,26 översteg 0,05 bevisades det att observationerna var normalfördelade. Samma gällde vid KS-testet för teckningsperioden, vilken uppvisade signifikansnivån 0,12 vilket översteg 0,05. Således testades båda perioderna med ett t-test.

Tabell 4.2 Normalfördelningstest

2009-2012	Kolmogorov-Smirnov	Normalfördelning
Annonsperiod	0,26	Ja
Teckningsperiod	0,12	Ja

Författarna applicerade t-testet på dels den totala ackumulerade totala överavkastningen, CAAR. Således undersöktes om överavkastningen under respektive period var signifikant. Ett t-test applicerades även på den genomsnittliga dagliga överavkastningen, AAR, för respektive dag under eventfönsterna. Författarna undersökte således ifall den dagliga överavkastningen var signifikant.

Ett One simple t-test genomfördes för båda perioderna, då observationerna under respektive eventfönster var normalfördelade. En noll- respektive alternativhypotes formulerades för den ackumulerade genomsnittliga överavkastningen;

Nollhypotes H_0 ; Ackumulerade genomsnittliga överavkastningen, $CAAR = 0$

Alternativhypotes H_A ; Ackumulerade genomsnittliga överavkastningen, $CAAR \neq 0$

Det innebär att:

- *Ett nyemissionsbesked eller möjlighet till teckning orsakar inte någon ackumulerad genomsnittlig överavkastning hos aktiekursen i förhållande till den förväntade avkastningen om H_0 antas. ($CAAR = 0$)*
- *Ett nyemissionsbesked eller möjlighet till teckning orsakar en ackumulerad genomsnittlig överavkastning i förhållande till den förväntade avkastningen om H_0 avfärdas. ($CAAR \neq 0$)*

Alternativhypotesen testades på 5 % signifikansnivå vilket innebar att risken för att förkasta den sanna nollhypotesen var 5 % (MacKinlay, 1997). Författarna kontrollerade således att de inte godtog ett påstående utan statistisk grund.

Vidare formulerades noll- och alternativhypotes för den genomsnittliga överavkastningen;

Nollhypotes H_0 ; Genomsnittliga överavkastningen, $AAR = 0$

Alternativhypotes H_A ; Genomsnittliga överavkastningen, $AAR \neq 0$

Det innebär att:

- *Ett nyemissionsbesked eller möjlighet till teckning orsakar ingen överavkastning av aktiekursen i förhållande till den förväntade avkastningen om H_0 antas. ($AAR = 0$)*
- *Ett nyemissionsbesked eller möjlighet till teckning orsakar en överavkastning i förhållande till den förväntade avkastningen om H_0 avfärdas. ($AAR \neq 0$)*

Alternativhypotesen testades på 5 % signifikansnivå.

Kapitel 5 Empiri – resultat

Detta kapitel redogör för testens resultat. Resultatet sammanställer värdena för faktisk avkastning, förväntad avkastning, genomsnittlig överavkastning samt ackumulerad genomsnittlig överavkastning. Vidare presenteras resultaten från regressionsanalysen.

5.1 Sammanställning av studiens observationer vid annonseringsdagen

Nedan presenteras en tabell med de sammanställda värdena för den förväntade, faktiska, genomsnittliga och ackumulerande genomsnittliga avkastningen för det första eventfönstret, t-9 dagar före och t+9 dagar efter annonseringsdagen för de utvalda bolagen inom perioden 2009-01-01 - 2012-10-28.

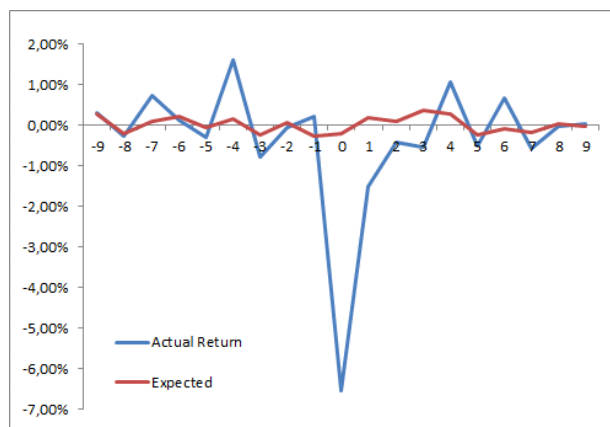
Tabell 5.1 Faktisk avkastning, förväntad avkastning, genomsnittlig överavkastning samt ackumulerad genomsnittlig överavkastning vid annonseringsdagen under perioden 2009-01-01 - 2012-10-28.

Dagar	Actual Return	Expected	AAR	CAAR
-9	0.29%	0.26%	0.03%	0.03%
-8	-0.28%	-0.22%	-0.06%	-0.64%
-7	0.72%	0.08%	0.64%	0.61%
-6	0.10%	0.20%	-0.10%	0.51%
-5	-0.30%	-0.07%	-0.23%	0.28%
-4	1.59%	0.15%	1.44%	1.72%
-3	-0.78%	-0.24%	-0.54%	1.18%
-2	-0.05%	0.07%	-0.12%	1.06%
-1	0.22%	-0.28%	0.50%	1.56%

0	-6.54%	-0.23%	-6.31%	-4.75%
1	-1.52%	0.17%	-1.69%	-6.44%
2	-0.43%	0.09%	-0.52%	-6.96%
3	-0.54%	0.35%	-0.89%	-7.85%
4	1.05%	0.27%	0.78%	-7.07%
5	-0.51%	-0.25%	-0.26%	-7.33%
6	0.66%	-0.11%	0.77%	-6.56%
7	-0.57%	-0.18%	-0.39%	-6.95%
8	-0.02%	0.02%	-0.04%	-6.99%
9	0.02%	-0.04%	0.06%	-6.93%

Tabell 5.1 visar att den verkliga avkastningen uppvisade en viss tendens till att följa den förväntade avkastningens utveckling dagarna före annonseringsdagen. Vid annonseringsdagen och dagarna därefter förändrades dock utvecklingen, då den verkliga avkastningen hade en betydligt sämre utveckling än den förväntade avkastningen. Detta tydliggörs även av den ackumulerade genomsnittliga överavkastningen som minskade stadigt efter ett nyemissionsbesked. Annonseringsdagen var den dag som uppvisade störst skillnad mellan förväntad och verklig avkastning då den verkliga avkastningen hade hela 6,31 % sämre utveckling än den förväntade avkastningen.

Diagram 5.1 Verklig och förväntad avkastning (Expected vs Actual return)



I diagram 5.1 illustreras den verkliga och förväntade avkastningen under det första eventfönstret, t-9 dagar före och t+9 dagar efter annonseringsdagen. Den faktiska avkastningen hade större svängningar än den förväntade avkastningen, vilket var särskilt märkbart vid annonseringsdagen.

5.2 Sammanställning av studiens observationer under och efter teckningsperioden.

Nedan presenterar författarna en tabell där den faktiska och förväntade avkastningen, samt den genomsnittliga överavkastningen och ackumulerade genomsnittliga överavkastningen är sammanställd inom det andra eventfönstret, vid teckningsperioden.

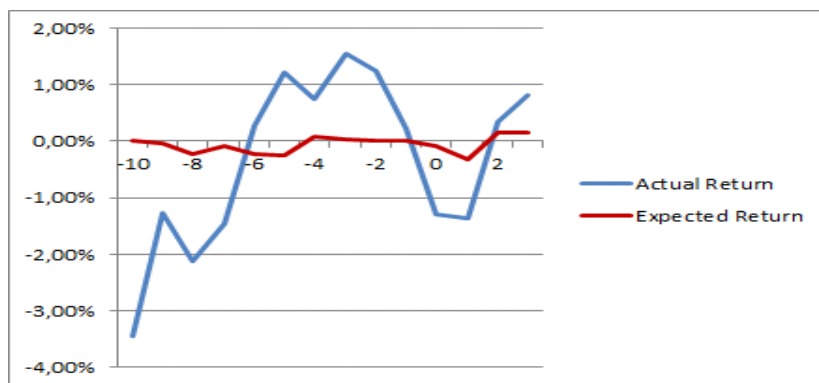
Tabell 5.2 Genomsnittlig överavkastning samt ackumulerad genomsnittlig överavkastning för nio dagar före och tre dagar efter teckningsdagen under tidsperioden 2009-01-01 - 2012-10-28.

Dagar:	Actual Return	Expected Return	AAR	CAAR (10 days)
-10	-3,44 %	0,01 %	-3,45 %	-3,45 %
-9	-1,28 %	-0,04 %	-1,24 %	-4,40 %
-8	-2,12 %	-0,22 %	-1,90 %	-6,30 %
-7	-1,46 %	-0,09 %	-1,37 %	-7,56 %
-6	0,26 %	-0,23 %	0,49 %	-7,07 %
-5	1,23 %	-0,26 %	1,49 %	-5,58 %
-4	0,74 %	0,09 %	0,65 %	-4,93 %
-3	1,56 %	0,03 %	1,53 %	-3,40 %
-2	1,23 %	0,02 %	1,21 %	-2,19 %
-1	0,22 %	0,02 %	0,20 %	-2,00 %
0	-1,28 %	-0,09 %	-1,19 %	-3,18 %
1	-1,37 %	-0,32 %	-1,05 %	-4,24 %
2	0,35 %	0,16 %	0,19 %	-4,05 %
3	0,82 %	0,16 %	0,66 %	-3,38 %

Från tabell 5.2 går det att utläsa att den faktiska avkastningen inte tenderade att följa den förväntade avkastningens utveckling dagarna före teckningsdagen. Det är först dagarna efter teckningsdagen som den faktiska avkastningen blir mer lik den förväntade avkastningen. Den faktiska avkastningen visar en mer negativ utveckling de första fyra dagarna under eventfönstret och en positiv avkastning dagarna före teckningsdagen.

Det tydliggörs av den ackumulerade genomsnittliga överavkastningen som visar en negativ utvecklingen under de första dagarna i eventfönstret och något mer positiv utveckling dagarna närmare teckningsdagen. Resultatet har sammanställts i diagrammet nedan.

Diagram 5.2 Verklig och förväntad avkastning (*Expected vs Actual return*)



I diagram 5.2 illustreras den verkliga och förväntade avkastningen under det andra eventfönstret, t-10 dagar och t+3 dagar för teckningsdagen. Den verkliga avkastningen tenderade att ha stora rörelser med en negativ utveckling de första dagarna under teckningsperioden, för att därefter få en mer positiv utveckling dagarna före teckningsdagen med vissa svängningar.

5.3 Sammanställning av annonserings- respektive teckningsperiod

Tabell 5.3 är en sammanställning av studiens observationer och de statistiska utfallen. Tabellen är uppdelad i två delar, annonserings- respektive teckningsperiod. Den visar bl.a. att det har skett en större negativ reaktion vid annonseringen av en nyemission jämfört med tiden vid teckning av en nyemission.

Tabell 5.3 Sammanställning av studiens observationer och de statistiska utfallen

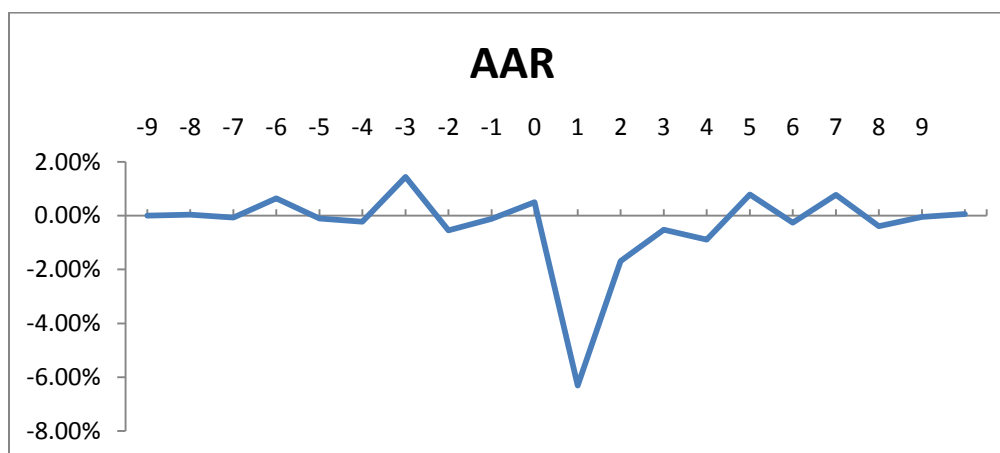
	Annonseringsperiod	Teckningsperiod
Antal observationer	59	59
CAAR	-6,93%	-3,38 %
t-värde	-2,907	-1,7867
P-värde t-test	0,005	0,079

Från tabellen kan t-värdet från t-testet utläsas för de 59 observerade nyemissionerna. T-värdet under annonseringsperioden var -2,9065, vilket var lägre än testets negativa förkastelsegräns på -2,0. Vidare presenteras testets p-värde på 0,005 vilket var lägre än den valda signifikansnivån på 0,05. Därmed förkastades nollhypotesen, $H_0=0$, till förmån för alternativhypotesen och det fanns då ett statistiskt stöd för att de negativa överavkastningarna inte var av slumpmässig karaktär.

Teckningsperioden, som karaktäriseras av en volatil karaktär, hade ett t-värde på -1,7867 och kunde förkastas vid ett konfidensintervall om 90 % då förkastelsegränsen var 1,671. Vidare framgår det att p-värdet var 0,079 vilket innebär att nollhypotesen kunde förkastas till förmån för alternativhypotesen vid en signifikansnivå om 10 %.

Författarna presenterar i diagrammen nedan förändringen i den dagliga genomsnittliga överavkastningen och den ackumulerade överavkastningen för de två eventfönsterna. Respektive dags p-värde från t-testet, både från annonserings- och teckningsperioden, och hypotestesterna redovisas.

Diagram 5.3 Den genomsnittliga överavkastningen (AAR), annonseringsperiod.

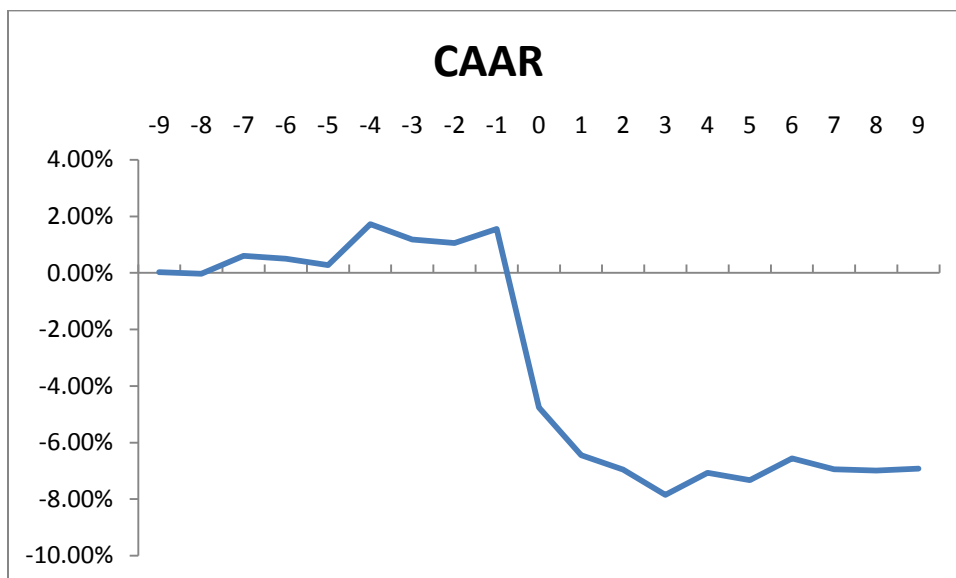


Dag	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	
AAR(%)	0,03 %	-0,06 %	0,64 %	-0,10 %	-0,23 %	1,44 %	-0,54 %	-0,12 %	0,50 %	
P-värde	0,969	0,406	0,503	0,089***	0,045**	0,770	0,167	0,199	0,780	
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
	-6,31 %	-1,69 %	-0,52 %	-0,89 %	0,78 %	-0,26 %	0,77 %	-0,39 %	-0,04 %	0,06 %
	0,0004*	0,0007*	0,007*	0,003*	0,023**	0,021**	0,040**	0,007*	0,011**	0,010*

***=10% signifikans **=5% signifikans *=1% signifikans

I diagram 5.3 visas den genomsnittliga överavkastningen och p-värdena från t-testet för samtliga 59 observationer inom eventfönstret kring annonseringsdagen. De genomsnittliga överavkastningarna sjunker kraftigt på annonseringsdagen och därefter fortsätter aktiekursen att falla något. Vidare kan nollhypotesen förkastas, $H_0 = 0$, på en 1 % signifikansnivå från annonseringsdagen och dagarna därefter. Således är risken 1 % att en sann nollhypotes förkastas.

Diagram 5.4 Den ackumulerade genomsnittliga överavkastningen (CAAR), annonseringsperiod



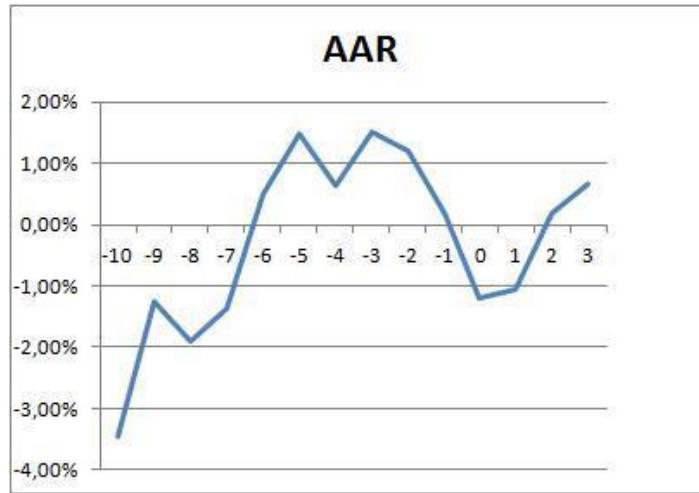
Dag	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	
CAAR(%)	0,03 %	-0,03 %	0,61 %	0,51 %	0,28 %	1,72 %	1,18 %	1,06 %	1,56 %	
P-värde	0,97	0,63	0,55	0,34	0,199	0,231	0,179	0,163	0,215	
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
	-4,75%	-6,44%	-6,96%	-7,85%	-7,07%	-7,33%	-6,56%	-6,95%	-6,99%	-6,93%
	0,037**	0,011**	0,007*	0,005*	0,005*	0,005*	0,006*	0,005*	0,005*	0,005*

**= 5 % signifikansnivå

*=1% signifikansnivå

Den ackumulerade genomsnittliga överavkastningen för samtliga 59 observationer inom annonseringsperioden och p-värdena för respektive dag från t-testet presenteras i diagram 5.4. Diagrammet visar att den genomsnittliga överavkastningen minskade vid annonseringsdagen och dagarna därefter. Under annonseringsperioden tenderar således företag generera en genomsnittlig negativ ackumulerad överavkastning om -6,93%. Vidare förkastades nollhypotesen på en 5 % signifikansnivå vid annonseringsdagen och vid 1 % signifikansnivå dagarna därefter. Således är det 5 % risk att en sann hypotes förkastas.

Diagram 5.5 Den genomsnittliga överavkastning, AAR, teckningsperiod

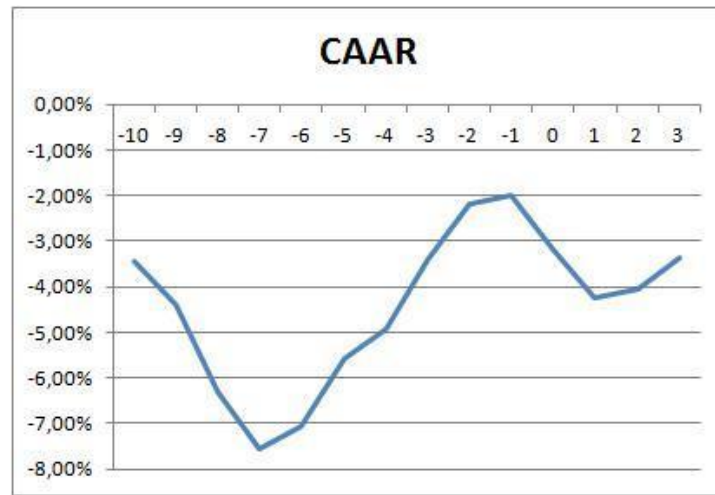


Dag	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4
AAR(%)	-3,45 %	-1,24 %	-1,90 %	-1,37 %	0,49 %	1,49 %	0,65 %
P-värde	0,001011*	0,36297	0,00079*	0,0335**	0,2951	0,3457	0,3081
Dag	-3	-2	-1	0	1	2	3
AAR(%)	1,53 %	1,21 %	0,20 %	-1,19 %	-1,05 %	0,19 %	0,66 %
P-värde	0,003877*	0,03049**	0,793	0,0304**	0,006*	0,7146	0,2905

**= 5 % signifikansnivå * = 1 % signifikansnivå

De genomsnittliga överavkastningarna för samtliga observationer under teckningsperioden och p-värdena för respektive dag från t-testet presenteras i diagram 5.5. Diagrammet visar att den genomsnittliga överavkastningen var negativ i början av teckningsperioden. Däremot belyser diagrammet att det finns en tendens till att det genereras en positiv genomsnittlig överavkastning dagarna före teckningsdagen. Vidare kan det utläsas att det råder signifikans på 1 % och 5 % nivån under de flesta dagar före och efter teckningsdagen. Således kan nollhypotesen förkastas till förmån för alternativhypotesen vid dessa dagar på en 5 % signifikansnivå.

Diagram 5.6 Ackumulerad genomsnittlig överavkastning, CAAR, under teckningsperiod.



Dag	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4
CAAR(%)	-3,45 %	-4,40 %	-6,30 %	-7,56 %	-7,07 %	-5,58 %	-4,93 %
P-värde	0,001011*	0,01085*	0,00053*	0,0001*	0,0002*	0,005*	0,0082*
Dag	-3	-2	-1	0	1	2	3
CAAR(%)	-3,40 %	-2,19 %	-2,00 %	-3,18 %	-4,24 %	-4,05 %	-3,38 %
P-värde	0,065655**	0,20967***	0,28517	0,0872**	0,022	0,0373	0,0792

***=21% signifikans **=10% signifikans *=1% signifikans

I diagram 5.6 presenteras de ackumulerade genomsnittliga överavkastningarna för samtliga 59 observationer inom teckningsperioden och p-värdena för t-testet. De ackumulerade genomsnittliga överavkastningarna visade ett initialt mönster av negativ utveckling i början av teckningsperioden men vid dagarna närmare teckningsdagen övergick till en något positivare utveckling och närmade sig noll.

5.4 Sammanställning av regressionsanalysen för annonserings- respektive teckningsperioden

I tabell 5.3 presenteras regressionsanalysen som gjorts för respektive eventfönster med variablernas signifikansnivåer.

Tabell 5.3 *Sammanställning av regressionsanalys, annonseringsperiod.*

Annonseringsdag	Coefficient	P-värde
Bolagsstorlek	0,4012	0,0083 *
Garant	0,09335	0,8568
Premie vid annonsdagen	-2,27	0,0022 *
Emissionsstorlek	-0,2203	0,1156 ***
Tidigare emissioner	-0,5357	0,1809 ****

****= 20 % signifikans ***= 15 % signifikans **=5 % signifikans

*=1% signifikans

Tabell 5.3 visar den beroende variabeln, den ackumulerade genomsnittliga överavkastningen vid eventfönstrets slut, och de oberoende variablernas inverkan. Under annonseringsperioden ses att p-värdet för både bolagsstorlek och premie var lägre än de andra variablerna. De visar även en signifikansnivå som var lägre än studiens valda signifikansnivå på 5 %. Variablerna, bolagsstorlek och premie, hade således stor inverkan på den ackumulerade genomsnittliga överavkastningen under annonseringsperioden.

Tabell 5.4 *Sammanställning av regressionsanalys, teckningsperiod.*

Teckningsdag	Coefficient	P-värde
Bolagsstorlek	-0,03484	0,0555**
Emissionsstorlek	0,01695	0,2054
Mediaflöde	0,001916	0,1724***
Garant	0,06719	0,1778***
Tidigare emissioner	0,01526	0,6949
Premie vid teckningsdag	0,07045	0,326

***=20% signifikansnivå **=10% signifikansnivå

Tabell 5.4 visar de oberoende variabler som påverkade den ackumulerade genomsnittliga överavkastningen under teckningsperioden med ett 95 % -igt konfidensintervall. Den beroende variabeln var, som i föregående fall, den ackumulerade genomsnittliga överavkastningen vid eventfönstrets slut. Jämfört med tabell 5.3 visar tabell 5.4 att variablerna som analyserades hade en mindre påverkan på aktiekursutvecklingen under teckningsperioden.

Kapitel 6 - Analys

Författarna inleder kapitlet med att analysera resultaten från annonseringsperioden och teckningsperioden. Vidare analyseras resultaten från regressionsanalysen. Kapitlet avslutas med diskussion och koppling till tidigare forskning.

6.1 Analys av annonseringsperiod

I enlighet med tidigare studier, som den Muhtaseb & Philippatos gjorde 1995 på en internationell aktiemarknad, fann författarna att den genomsnittliga överavkastningen, AAR, under annonseringsperioden tenderade att vara negativ dagarna efter ett nyemissionsbesked. Exempelvis visade resultatet att aktiekursen faller och visar en genomsnittlig negativ överavkastning på 7 % på annonseringsdagen. Till följd av den statistiska signifikansen på 1 % och 5 % nivån kan författarna således säkerställa att ett nyemissionsbesked sänder negativa signaler till marknaden. Dagarna före ett nyemissionsbesked fanns inga indikationer på någon negativ överavkastning. Således förstärks författarnas hypotes om att ett nyemissionsbesked ofta är en informationschock som innebär att en negativ överavkastning genereras. Författarna genomförde även en regressionsanalys för att se olika variabelernas inverkan under annonseringsperioden. Det visade sig att exempelvis mindre bolag upplever en starkare negativ effekt av nyemissioner och kan påverka den ackumulerade genomsnittliga överavkastningen negativt med närmare 40 %. Även bolagsstorleken visade sig vara en signifikant variabel, med en signifikansnivå på 1 %. Detta gjorde att författarna såg en parallell till Bhagats studie (1983) om kostnadseffekter av en aktiekursnedgång vid annonsering av nyemissioner. Kopplingen var att små bolag troligen inte har samma ekonomiska förutsättningar som större bolag, vilket innebär att Bhagats & Hess förklaring om kostnadseffekten har större påverkan för mindre bolag jämfört med större.

Premie är en annan variabel som har en stor inverkan för aktiekursutvecklingen vid nyemissionsbesked. Med ett statistiskt signifikant resultat på 1 % kan författarna med säkerhet säkerställa att premien är en starkt påverkande variabel. Det visade sig att bolag med höga premier kunde påverka aktiekursutvecklingen, mätt i ackumulerad genomsnittlig överavkastning, negativt med upp till 227 %.

Det innebär således att företag som har en stor skillnad mellan aktie- och teckningspris, tenderar att reagera mer negativt än företag som använder lägre premie vid nyemissioner. En förklaring kan vara att befintliga aktier påverkas av en större utspädningseffekt vid en högre premie, vilket i sin tur påverkar befintliga aktieägare som inte väljer att delta i nyemissionen menar författarna. Det kan även kopplas samman till signaleringsteorin och Barclay & Litzenbergers (1988) argument kring ändring av ägarstrukturen. Om aktieägare inte har motiv att utöka sitt innehav kan en högre premie uppfattas som något negativt, eftersom det skapar en större utspädningseffekt då deras procentuella andel i bolaget minskar.

Emissionsstorleken, vilket är emissionsbeloppet relativt företagsvärdet, visade sig vara en variabel som under annonseringstillfället påverkade den ackumulerade aktiekursutvecklingen negativt med upp till 22 %. Variabeln emissionsstorlek är signifikant på en 15 % nivå vilket innebär att variabeln har en påverkan på den ackumulerade genomsnittliga överavkastningen. Utfallet stämde väl överens med tidigare studier, exempelvis den gjord av Miller och Rock (1985) gällande signalering och ändringen av kapitalanvändning. Miller och Rock menade att en ökad användning av externa finansieringskällor indikerade på minskade vinster från rörelsen och skapade då en negativ signal. De menade även att den negativa aktiekurs reaktionen är proportionell till emissionsstorleken.

De företag som tidigare genomfört nyemissioner uppvisade en negativ påverkan på upp till 54 % på den ackumulerade överavkastningen. Författarna kunde således se tendenser till att variabeln hade en påverkan. Dock gör graden av signifikans, 20 % nivån, att det inte helt kan säkerställas att denna alltid är en påverkande faktor. Däremot kunde författarna analysera och förknippa utfallet av emissionshistorikens påverkan med Bhagats (1983) studie gällande signaleringseffekter och effekten av investeringar. Att tidigare ha genomfört en nyemission, och sedan utlysa att det ska genomföras ytterligare en nyemission skapar en negativ signal till marknaden att företaget inte klarar av finanserna eller rentav inte lyckats investera kapitalet från tidigare nyemissioner på ett lyckat sätt.

Den sista variabeln som testades under annonseringsperioden var närvaron av garantier. Variabeln visade sig vara inte statistiskt signifikant, med en signifikansnivå på 86 %, vilket betyder att denna variabel, med stor sannolikhet, inte har någon påverkan under annonseringsperioden eftersom chansen är större att variabeln inte påverkar (86 %).

6.2 Analys av teckningsperioden

Aktiekursutvecklingen under teckningsperioden visade ett mönster av negativ överavkastning men som dagarna nära teckningsdagen, till en början, övergick till en positivare utveckling. Vid analys av teckningsperioden kunde författarna se att den genomsnittliga överavkastningen under 10 av 14 dagar var signifikanta på 1 % och 5 % -nivån. Även två av de fyra dagarna som inte uppfyllde 5 % signifikans visade en signifikansnivå på 10 %. Författarna kunde således säkerställa att ett mönster råder under teckningsperioden. Utfallet under teckningsperioden strider således mot Muhtaseb och Philippatos (1995) forskning, om att aktiekurser under teckningsperioder tenderar ha en konstant avtagande negativ utveckling under hela teckningsperioden. Studiens observation av teckningsperioden visar dock en negativ genomsnittlig ackumulerande överavkastning på 3 % för hela eventfönstret, vilket gör att författarna inte helt kan förkasta Muthaseb och Philippatos slutsats. Även om den ackumulerade överavkastningen var negativ, fanns det möjligheter att få en bra överavkastning under teckningsperioden beroende på tidpunkten för köp. Författarna anser således att det är naivt att påstå att alla nyemissioner är värdeförstörande under teckningsperioden då det inte är teckningsperioden i sig som avgör om nyemissioner har en positiv eller negativ inverkan på aktiekursen.

Anledningen till att aktiekursutvecklingen under teckningsperioden visade ett mönster av negativ överavkastning men vid dagarna närmare teckningsdagen övergick till en positivare utveckling kan bero på de misstroende aktieägarna enligt författarna. D.v.s. de aktieägare som inte vill delta och har en negativ inställning till nyemissionen kan sälja sina teckningsrätter direkt, alternativt behåller dem tills de förfaller värdelösa. Således pressas aktiepriserna ner de första dagarna under teckningsperioden då innehavare av teckningsrätter, som inte väljer att delta, säljer sina teckningsrätter direkt istället för att avvakta och bevaka utvecklingen innan de säljer av teckningsrätterna. Effekten, enligt författarna, blir att aktiekursen kan falla de första dagarna under teckningsperioden för att sedan återhämta sig och generera positiv överavkastning efter det att handeln med teckningsrätter minskat på marknaden. Anledningen är att efterfrågan på aktien minskar om det finns möjlighet att köpa till sig flertal teckningsrätter och istället köpa nyemitterade aktier till ett lägre pris.

Det visade sig även att den genomsnittliga överavkastningen på teckningsdagen övergick och blev återigen negativ. Författarna menar att en anledning till att aktiekursen är negativ på teckningsdagen kan bero på depåbankernas förfarande vid nyemissioner. Bl.a. anger Avanza Bank och Nordnet, där många småsparare idag har sina aktiedepåer, sista teckningsdag som dagen före den verkliga teckningsdagen. Anledningen är att depåbankerna ska lyckas sammanställa sina kunders anmälningar till emittenten (Eklöf, 2/12-2012). Således innebär det att den sista teckningsdagen för många småsparare är dagen före den riktiga teckningsdagen. Det kan då konstateras att det dagen efter depåbankernas teckningsdag, på den officiella teckningsdagen, genereras negativa avkastningar.

För att se vad som kan påverka aktiekurser under teckningsperioder valde författarna att fokusera på de variabler som testades för i regressionsanalysen. Observationen rörande nyemissioner på Stockholmbörsen visade sig stämma väl överens med Muthaseb och Philippatos (1995) första slutsats, att aktiekurssvängningar vid teckningsdagen är mindre än vid annonseringsdagen. Däremot kunde författarna se att de valda variablerna inte hade samma inverkan på den ackumulerade överavkastningen under teckningsperioden som de hade vid annonseringsperioden. Exempelvis hade bolagsstorleken en signifikans på 10 % nivån vid eventfönstret under teckningsperioden, jämfört med 1 % signifikans under annonseringsperioden. Genom en jämförelse med annonseringsperioden, där mindre bolag kunde öka den ackumulerade genomsnittliga överavkastningen negativt med upp till 40 %, kunde en motsatt effekt urskiljas under teckningsperioden. Istället har större bolag en negativ inverkan på aktiekursutvecklingen med upp till 3,5 % under teckningsperioden. Det är således ett bevis för att Balachandran, W. Faff F. Theobald och Van Zijls argument att bolag som visar kraftigare nedgång vid nyemissionsbesked tenderar att visa en mindre nedgång vid teckningsperioden. Detta kan bero på, menar författarna, att den initiala informationschocken vid annonseringen har orsakat en större värdeminskning än vad som kan motiveras av företagets potential och syfte med nyemissionen.

Garanter och medieflöde var två variabler som uppvisade en signifikansnivå på 20 % nivån. Vid analysen av mediaflödet under teckningsperioden visade det sig att denne hade en positiv inverkan på 0,2 %.

Detta antyder att mediaflödet har en liten inverkan på aktiekursutvecklingen. Eftersom mediaflödet lyfter fram olika perspektiv på ett företags nyemissioner, kan det ha en påverkan på aktiekursutvecklingen då befintliga aktieägare måste bestämma sig om de vill delta eller avstå från en nyemission. Vidare analys av teckningsperioden visade att garanter hade en betydligt större påverkan jämfört med vad variabeln hade under annonseringsperioden. Närvaron av garanter visade en positiv påverkan upp till 6,7 % på den ackumulerade genomsnittliga överavkastningen med en signifikans på 20 % nivån. Det kan jämföras med annonseringsperioden där garanter var tydligt icke signifikant. Detta menar författarna kan förklaras av att det under teckningsperioden blev än mer betydelsefullt för företag att få in det efterfrågade kapitalet då aktieägarna måste ta ställning till om de ska investera eller inte.

Variablerna emissionsstorlek och premie visade under teckningsperioden en signifikans på 25 % respektive 35 % nivån. Emissionsstorleken visade en positiv inverkan på aktiekursutvecklingen med 1,7 %. Dock menar författarna att signifikansen inte var tillräcklig för att kunna göra ett definitivt påstående på deras inverkan. Författarna menar att emissionsstorlekens minskande påverkan och signifikans, jämfört med under annonseringsperioden, kan bero på att det råder en markant skillnad sett till den ackumulerade genomsnittliga överavkastningen mellan perioderna. Premien visade en inverkan på aktiekursutvecklingen med upp till 7 %. Dock kan det inte säkerställas att variabelns inverkan på den ackumulerade genomsnittliga överavkastningen är återkommande då det statistiska resultatet inte var signifikant nog. Premien under annonseringsperioden hade en märkbart större signifikans och påverkan än under teckningsperioden vilket kan bero på att premien vid annonseringsperioden var märkbart större än premien under teckningsperioden. Författarna tolkar den markanta skillnaden gällande premiens inverkan mellan perioderna som att premien som ges vid annonseringsdagen genererar en större chock till marknaden jämfört vad den gör under teckningsperioden.

Emissionshistoriken var inte statistiskt signifikant på 69,8 %. Det innebär att författarna inte kunde säkerställa om variabelns påverkan på aktiekursen var slumpmässig eller inte.

6.3 Analys av resultat och teori

Författarna använde ett deduktivt arbetssätt. Det ter sig då logiskt att jämföra resultaten med de presenterade befintliga teorierna för att se om nya teorier kan skapas. I detta delkapitel redogör författarna en djupare analys av resultatet utifrån den effektiva marknadshypotesen, pecking-order teorin, static trade off teorin och signalteorin jämfört med delkapitlerna ovan.

Författarna slår fast och samtycker med Claesson (1987) att Stockholmbörsen är en semistark effektiv marknad. Argumentet bygger dels på att författarna de facto lyckats identifiera negativ överavkastning till följd av tillkännagivandet av en nyemission, dels för att det finns statistiska resultat som styrker detta. På samma sätt som marknaden tar till sig positiva signaler, exempelvis vid positiva kvartalsrapporter, tar marknaden till sig negativa signaler vid nyemissioner. Observationerna kring annonseringsdagen speglar marknadens negativa syn på nyemissioner. Marknadens semistarka effektivitet och respons vid känsliga perioder som vid nyemissioner åskådliggörs dessutom med negativa överavkastningar dag fem och dag sex före annonseringsdagen, där bägge dagarna uppvisar statistiskt signifikans på 10 % nivån. Samma tendenser kan urskiljas under teckningsperioder, då det kan komma informationschockar i form av oberoende analytikers analyser och medietäckning. Dessa kan förändra uppfattningen av en nyemission, som i sin tur kan påverka befintliga aktieägares benägenhet att delta eller avstå nyemissionen. Detta förstärkte författarnas tolkning att Stockholmsbörsen är en semistark marknad.

Enligt pecking-order teorin borde nyemissioner vara det sista finansieringsalternativet vid kapitalanskaffning. Static-trade off teorin nämner även att lån är att föredra framför en nyemission, då lån skapar intäkter i form av bl.a. skattesköldar. Författarna ser en sanning i vad dessa två teorier säger vid granskning av det mönster som bevisats kring annonseringsdagen. Genom att utesluta lån kan marknaden tolka det som att företaget inte klarar av att leva upp till restriktioner som lån kräver. Författarna samtycker med Ross (1977) som menade att en ökad skuldsättning skapar förpliktelser, i form av räntebetalningar, mot långivaren vilket kan signalera att företaget kan klara av dessa. Genom att ta lån ges även en större inblick i företag via externa parter, i form av långgivare, vilket skapar positiva signaler.

Om företag däremot tar till externt kapital från aktieägare via en nyemission skapas en signal, enligt Ross (1977), om att ledningens förväntningar på ett företags kassaflöde är sämre än väntat vilket leder till en aktiekursminskning. Nedgången i aktiekursen kan även kopplas till Masulis(1983) slutsats, att en nyemission innebär en justering i skuldsättning och att ledningens förväntningar då ändrats.

Enligt signaleringsteorin påverkas aktiekursutvecklingen av de signaler som ledningen i ett bolag sänder ut när det sker förändringar i ägarstruktur, kapitalanvändning eller kapitalstruktur. De resultat som författarna presenterat kan belysas utifrån flera aspekter sett till signalteorins perspektiv. Författarna menar att en nyemission kan ge upphov till förändringar i ägarstruktur, kapitalanvändning och kapitalstruktur på en och samma gång.

Ägarstrukturen förändras då den totala aktiemängdens fördelning kommer påverkas av de aktieägare som väljer att delta respektive avstå från en nyemission. Författarna menar att olika aktieägare har varierande grad av intresse i ett företag, en del kan vara passiva aktieägare som bara är intresserade av ett företags avkastning, medan andra är aktiva aktieägare som vill veta i detalj hur ett företag avser att gå tillväga för att få en bra avkastning. De olika typerna av aktieägare som har olika agendor reagerar därför inte på samma sätt av ett nyemissionsbesked. En möjlighet är att de aktiva aktieägarna reagerar negativt på ett nyemissionsbesked då det föreligger risk att deras ägarinflytande urholkas på grund av förändringen i ägarstruktur som sker vid utspädningen av aktier. De passiva ägarna kan också reagera negativt då en nyemission ger upphov till en direkt nedgång i aktiekursen utan se till nyemissionens framtida syfte.

Kapitalanvändningen av interna medel sjunker och användningen av externa medel ökar vid en nyemission. Teorin framhäver att det finns positiva och negativa besked att utläsa ur en annonsering av en nyemission. Den negativa aspekten är att det signalerar en negativ förändring av ett företags vinster, medan den positiva aspekten är att företag planerar för projekt med positiva NPV. Då författarnas resultat kring annonseringsperioden visade en stark negativ reaktion av nyemissionsbesked, tolkade författarna det som att de befintliga aktieägarna initialt misstror de positiva aspekterna av en nyemission och ser istället det negativa aspekterna, att företagets intäkter inte täcker de utgifter som är planerade.

Kapitalstrukturen i ett företag förändras vid en nyemission då bolag ökar användningen av eget kapital relativt minskar mängden externt kapital från banker och finansinstitut. Detta kan signalera att ett företag inte klarar av de förpliktelser som ett lån för med sig samtidigt som de förlorar skattemässiga fördelar som ett lån kan ge. Resultaten av författarnas studie indikerade att en nyemissions förändring av kapitalstrukturen genererar en negativ signal till marknaden och dess aktörer.

Således fann författarna det sannolikt att alla signaler rörande ett företags förändring i ägarstruktur, kapitalanvändning och kapitalstruktur tolkades negativt av marknaden. Detta hänger samman med pecking order teorin om att nyemission är det sista finansieringsalternativet ett företag bör välja.

Kapitel 7 Slutsats

I kapitlet drar författarna slutsatser från analysen i föregående kapitel. Kapitlet ska fungera som en avrundning på studien och svara på problemformuleringen som presenterades i inledningen samt ge förslag på vidare relevant forskning inom området.

7.1 Slutsats

En nyemission skapar, under både annonseringsperioden och teckningsperioden, betydande värdeförstöring för befintliga aktieägare. Detta gör sig känt i form av försvagad aktiekurs vilket reducerar totalvärdet på aktieägarnas investering. Graden av värdeförstöring beror bl.a. på faktorer som mängden kapital företag har investerat och kan nyinvestera, tidshorisonten på investeringen och typen av aktieägare. Författarnas studie har dock visat att det finns möjligheter att återhämta en del av värdeminskningen dagarna före teckningsdagen vilket kan bero på att många kritiska aktieinnehavare väljer att sälja sina teckningsrätter i början av teckningsperioden.

Bolagsstorleken tillsammans med premien på de nyemitterade aktierna har en betydande påverkan på hur ett nyemissionsbesked tas emot av de befintliga aktieägarna och marknaden. Ett bolag som genomför en nyemission med en stor premie uppvisar en starkare negativ aktiekursutveckling än bolag med en lägre premie. Mindre bolag upplever en starkare negativ effekt av nyemissioner än de större. Småbolags aktiekurssvängningar visar även sig vara mycket större än stora bolags aktiekurssvängningar under en nyemission på kort sikt.

En annonsering av en nyemission tolkas övervägande negativt av aktiemarknaden. Även om en nyemission görs i syfte att generera positiva NPV i framtiden misstros det oftast, och de negativa aspekterna får en större inverkan på aktiekursutvecklingen under annonserings- och teckningsperioden.

Då författarna ursprungligen avsåg att undersöka ifall det gick att förutsäga mönster för aktiekursutvecklingen vid nyemissioner på Stockholmsbörsen, har resultaten visat att det går att urskilja en trend i hur aktiekursutvecklingen tenderar att röra sig under en nyemissionsperiod.

Resultaten visar att aktiekursen tenderar att generera en negativ överavkastning under annonseringsperioden med en stark negativ reaktion på annonseringsdagen. Aktiekursutvecklingen under teckningsperioden visar ett mönster av negativ genomsnittlig överavkastning fram till 6-7 dagar före teckningsdagen, då det till en början övergår till en positivare utveckling. Författarna menar att den negativa trenden i början av teckningsperioden bl.a. kan bero på att innehavare av teckningsrätter, som inte vill delta i nyemissionen, väljer att sälja sina teckningsrätter direkt på marknaden vilket minskar aktiens efterfrågan på aktiemarknaden. Författarna såg även ett mönster till att aktiekursen visade en negativ genomsnittlig överavkastning på teckningsdagen vilket, enligt författarna, kan bero på depåbankernas hantering av teckningsrätter. På Avanza Bank och Nordnet som exempel, där många småsparare idag har sina aktiedepåer, anger den sista teckningsdagen som dagen före den verkliga teckningsdagen. Anledningen är att depåbankerna ska lyckas sammanställa sina kunders anmälningar till emittenten. Således kan det konstateras att det dagen efter depåbankernas teckningsdag, på den officiella teckningsdagen, genereras negativ överavkastning.

För aktieägare kan ett nyemissionsbesked komma plötsligt och helt utan förvarning. Detta betyder att aktiekursen snabbt kan sjunka och aktieägaren kan förlora stora belopp om denne inte är snabb att sälja eller har kyla att våga vänta tills aktien har återhämtat sig. På så vis är därför risken stor för aktieägare att förlora märkbara värden vid en nyemission på kort sikt.

7.2 Förslag på vidare forskning:

Varefter uppsatsen tog sin utformning kom författarna att tänka på olika förslag på vidare intressant och relevant forskning inom undersökningsområdet. Då det finns relativt lite forskning om nyemissioner och dess effekter under teckningsperioden på den svenska, men även andra internationella marknader, och med tanke på uppsatsens avgränsningar finns det mycket utrymme att genomföra en liknande studie på andra marknader och tidsperioder. Med hänsyn till studiens omfattning föreslår författarna följande förslag för vidare forskning:

- En undersökning som täcker in en tidigare tidsperiod eller ett större tidsspann för att kunna göra jämförelser om samma trend som identifierats av författarna, är något som vart konsekvent under tidigare tidsperioder. Tidsperioden som författarna undersökt har karaktäriserats av ekonomisk orolighet, från finanskrisen i slutet av 2008 till oroligheterna för världsekonomin återhämtning som har präglat världsekonomin från 2009-2012. En undersökning under en tidigare tidsperiod kan påvisa en annan trend när det råder bra ekonomisk tillväxt i världsekonomin vilket i sin tur kan innebära att nyemissioner kan generera andra signaler.

- Författarna föreslår att en likartad undersökning genomförs på andra nordiska och europeiska marknaderna, för att se om det endast är Stockholmsbörsen som uppvisar ett annorlunda beteende jämfört med de presenterade studierna för den amerikanska och australienska börsen.

- En aspekt författarna finner intressant att undersöka, är aktiekurssvängningarnas påverkan på institutionella investerare och småsparare på kort sikt. Då en nyemission för med sig betydande värdeförstöring i form av minskad aktiekursvärde, påverkar det inte bara förtroendet för ett specifikt företag, utan även förtroendet för nyemissioner som fenomen och kapitaltillgången på marknaden.

- Det finns en möjlighet att tolka aktiekurs återhämtningen dagarna närmare teckningsperioden som att marknaden gör en positiv tolkning av nyemissionen. Dock hade författarna inte tillräcklig statistisk signifikans för att säkerställa ett sådant påstående. Författarna menar att andra faktorer som inte valts med i undersökningen kan användas och se om de kan bidra till aktiekurs återhämtningen dagarna före teckningsdagen.

- Det finns flera variabler som kan testas för att se deras inverkan på aktiekursutvecklingen. Det kan vara variabler som aktieomsättningen, nyemissionsvillkoren, handeln med teckningsrätter m.m. Författarna tror bl.a. att nyemissionsvillkoren har en stor påverkan, dvs. villkoret 1:4 jämfört med 1:1, där det första villkoret betyder att för var fjärde aktie kan en ny aktie tecknas. Även studier kan göras gällande teckningsrätter och dess inverkan på aktiemarknaden.

Kapitel 8. Källförteckning

8.1 Artiklar

Athern, K. (2006), "Sample selection and event study estimation" Journal of Empirical Finance, s.466, University of Michigan

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

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

Bhagat. S, Hess. A.C, (1983) "A test if price pressure hypothesis using announcement data", Unpublished working paper, University of Washington, Seattle

Balachandran, W., Faff, F., Theobald M. & Van Zijl., T., (2012) "Rights Offerings, Subscription Period, Shareholder Takeup and Liquidity", Journal of Financial & Quantitative Analysis; Feb2012, Vol. 47 Issue 1, p213-239, 27p

Barclay, M. & Litzenberger, R. (1988), "Announcement Effects of New Equity Issues and the Use of Intraday Price Data", Journal of Financial Economics : May88, Vol. 21 Issue 1, p71-99, 29p

Downs. D. & Heinkel, R. (1982) "Signaling and the valuation of unseasoned new issues." Journal of Finance : Mar1982, Vol. 37 Issue 1, p1-10, 10p

Fama, E. (1970) "Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work." The journal of Finance : May70, Vol. 25 Issue 2, p383-417, 35p

Fama, E., (1991) "Efficient Capital Markets II" The journal of finance : Dec1991, Vol. 46 Issue 5, p1575-1617, 43p

Keim, D. (1983), "Size Related Anomalies and Stock Return Seasonality: Further Empirical Evidence", *Journal of Financial Economics* : Jun83, Vol. 12 Issue 1, p13-32, 20p

MacKinlay, G. (1997); "Event Studies in Economic and Finance"; *Journal of Economic Literature* : Mar., 1997, Vol. 35, Issue 1, p13-39, 27p.

Muhtaseb. M., Philippatos. G., (1995) "Shareholder wealth effects of common stock offerings", *Global Finance Journal* : Fall95, Vol. 6 Issue 2, p175, 19p

Myers, S. C. & Majluf, N. S., (1983). "Corporate Financing and Investment Decisions when firms have information that investors do Not Have", *Journal of Financial Economics* : Jun84, Vol. 13 Issue 2, p187-221, 34p

Myers, S. C., (1984). "The Capital Structure Puzzle". *Journal of Finance* : Jul1984, Vol. 39 Issue 3, p575-592, 18p

Masulis,R.W., (1983) "The impact of capital structure change on firm value: Some estimates" *Journal of Finance* : Mar1983, Vol. 38 Issue 1, p107-126, 20p

Miller, M.H. & Rock, K., (1985) "Dividend policy under asymmetric information. " *Journal of Finance* : Sep., 1985, Vol. 40, Issue 4, p1031-1051, 21p.

Ross, S.A., (1977) "The determination of financial structure: The incentive-signalling approach" *The Bell Journal of Economics* : Spring, 1977, Vol. 8, Issue 1, p23-40, 18p.

Trueman, B. (1986). "The relationship between the Level of Capital Expenditures and Firm Value" *Journal of Financial & Quantitative Analysis* : Jun86, Vol. 21 Issue 2, p115-129, 15p

8.2 Litteratur

Andrén, N., Eriksson, T., Hansson, S., (2010) "Finansiering" (11 Uppl.), Malmö : Liber ekonomi s.103

Arnold, G. (2002). "Corporate Financial Management"(3rd edition), Hawlow : Financial Times Prentice Hall. s.603-625

Bell, J. (2006). "Introduktion till forskningsmetodik"(4:e upplagan), Lund : Studentlitteratur s.167

Bodie Z., Merton R.C. (2000) "Finance". New Jersey: Prentice-Hall, s.86-89

Benninga, S., (2008), "Financial modeling"(3rd edition), Cambridge, MA : MIT Press s. 372-ff

Berk JB, DeMarzo, M. (2011) "Corporate finance" (2nd edition), Boston, Mass. : Pearson, cop.

Bryman, A., Bell, E. (2011). "Business research methods"(3rd edition), Oxford: Oxford University Press. s.9-13; 33-34

Claesson K (1987) "Effektiviteten på Stockholm fondbörs", Stockholm : Ekonomiska forskningsinstitutet vid Handelshögskolan Stockholm.

Davidsson, B. & Patel, R. (2003) "Forskningsmetodikens grunder"(3:e upplagan), Lund : Studentlitteratur

De Ridder A (2002), "Effektiv kapitalförvaltning", Stockholm : Nordsteds Juridik

Forsgårdh, L-E. & Herten, K. (1975) "Information, förväntningar och aktiekurser, en studie av den svenska aktiemarknaden," Stockholm : Barnes & Noble.

Hamberg, M. (2001) "Strategic financial decisions". Malmö: Liber ekonomi. s.218-230

Holme I.M. & Solvang, B.K. (1997) "Forskningsmetodik- Om kvalitativa och kvantitativa metoder"(2:a upplagan), Lund : Studentlitteratur. s.50-102

Lundqvist. L, Rydin. U, Svensson. A-P, Wiberg.J, (2005), "Administration av finansiella instrument: - Kunskap för finansiell rådgivning"(3:e upplagan), Malmö : Liber, s.53-56

Ross, S.A., Westerfield. R.W., Jaffe, J.F., (2001) "Corporate Finance"(6th edition) Boston, Mass. : McGraw-Hill.

8.3 Internetkällor

Affärsvärlden: <http://www.affarsvarlden.se/hem/article3577195.ece>. 7 nov 2012

Avanza - <https://www.avanza.se/aza/kunskapscenter/ordlista.jsp>. 25 nov 2012

8.4 Intervju

Eklöf, Magnus, 2/12-2012, "Head of Corporate Actions", Avanza Bank, Stockholm.

Kapitel 9. Bilagor

Bilaga 1 – AAR annonseringsperiod

	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6
0417489	-0.0166776	0.0082006	-0.0095072	0.0048551	0.0020210	-0.0122239	0.0047152	0.0232403	-0.0616735	0.0108637	-0.2003311	0.0441478	-0.0189155	-0.0386005	-0.0229109
0417490	-0.0004633	0.0235375	-0.02403	0.0134429	-0.0078421	0.0331981	0.0373322	0.0737667	-0.1622245	-0.0714616	-0.0110155	0.0124215	-0.0229811	-0.0079541	-0.0079541
1690034	0.1986535	0.0667126	-0.02168	-0.0274862	0.0002243	0.0581413	0.0296338	-0.1166033	0.0019647	0.0668781	-0.0115674	-0.0068221	-0.0033062	-0.0079541	-0.0079541
1164455	0.0051251	-0.0937859	0.0249216	0.0240306	-0.0174702	-0.058975	0.0036896	0.0271212	0.0256077	0.0250048	-0.081028	0.0735955	0.1348315	0.3522403	0.3522403
0602232	0.0514641	-0.0698915	-0.0523802	0.0251858	0.0266739	0.0286731	0.0533305	0.0747717	-0.0388698	0.2404501	-0.0402513	-0.0339767	0.1180076	-0.0360427	-0.0360427
0261664	0.0170502	-0.0329238	-0.0083817	0.0001968	0.0001968	0.0001968	0.0001968	0.0001968	0.0001968	0.0001968	0.0001968	0.0001968	0.0001968	0.0001968	0.0001968
0110837	0.0324003	-0.0015666	0.0035772	0.0060615	0.0055902	-0.0070681	0.0185444	-0.0600438	-0.0443909	-0.0283729	0.0084886	-0.0004444	0.0488947	0.0134201	0.0134201
046764	0.0397201	0.0118139	0.0056562	0.0102986	0.005876	-0.0127798	0.0059225	0.0016323	-0.0308331	-0.0194867	-0.0711391	0.0527205	-0.0152651	0.0256735	0.0256735
0346578	0.0612369	0.0539641	-0.0120567	0.0731999	-0.0075307	-0.0398393	0.0155084	-0.1465655	0.1037676	-0.0198335	0.0154504	0.0513928	-0.0124407	0.0176883	0.0176883
0111291	-0.041309	0.0245844	-0.0130301	0.0039154	-0.0018647	-0.0205163	-0.0096166	-0.0487289	-0.0120312	-0.0595688	0.0200348	0.003574	-0.0091624	-0.0341695	-0.0341695
0219821	0.0038286	-0.0157961	0.0113183	0.0093718	-0.0194289	0.0166715	0.0252536	-0.0175627	-0.0296132	0.0373885	-0.0066821	-0.0282722	-0.0206639	0.0311642	0.0311642
0102244	0.0270776	0.0306404	-0.0030039	0.080702	-0.0130087	-0.0090329	-0.0162146	0.1327961	-0.0685894	-0.0340594	-0.0184551	-0.0246146	-0.0423075	-0.0156424	-0.0156424
0074588	-0.0032464	-0.0194533	-0.027372	0.0202112	0.0488304	-0.0139512	0.000314	-0.2052276	-0.0198425	-0.060504	-0.0589317	-0.0180606	-0.0894931	0.0219446	0.0219446
0510368	-0.0417003	0.0890194	-0.0138775	-0.0115044	-0.0313423	-0.023962	0.0273133	-0.183242	0.001911	0.0464371	0.0846081	0.0346099	0.0693117	-0.0029843	-0.0029843
0483288	0.0402889	0.0230386	0.0362962	-0.0344022	0.0121742	0.012105	0.0062106	0.0258906	0.0976886	0.0208198	-0.0302972	-0.0383687	0.011739	-0.0213174	-0.0213174
0104015	-0.0136468	-0.0064742	-0.0196283	-0.0123656	-0.0196283	-0.0123656	-0.0196283	-0.0123656	-0.0196283	-0.0123656	-0.0196283	-0.0123656	-0.0196283	-0.0123656	-0.0123656
0075304	0.1195987	0.0208791	0.030875	0.0094966	0.0078675	0.0088904	0.0551192	0.0591217	-0.0664348	-0.02724	-0.0064922	0.0666614	0.0116845	-0.020601	-0.020601
0025956	-0.0031695	0.0101028	0.0116642	-0.0136851	0.012603	0.0008166	0.0121711	-0.2173826	-0.1387149	-0.0420964	-0.0299764	-0.011738	-0.0218813	0.0118218	0.0118218
0475569	0.01916	-0.0270414	0.0253396	-0.006258	-0.0320794	-0.0230461	0.000126	-0.1526204	-0.0630345	0.0421401	0.0070228	0.0359306	0.0280966	0.0418424	0.0418424
0165247	-0.0004119	0.0015009	-0.00027	0.0095701	-0.0111884	0.0304052	0.0009317	-0.011717	-0.0230421	-0.0007556	-0.0043939	0.0349739	3.046E-05	3.046E-05	3.046E-05
0679984	0.0479684	-0.0246828	0.0246294	0.0117996	-0.0062464	-0.0184177	-0.013513	0.0085994	0.0263061	-0.0073708	0.0075624	-0.0689203	-0.0100915	-0.000324	-0.000324
0038189	0.0684589	-0.0242434	0.0682602	-0.0368925	-0.0487295	0.0303018	0.0065455	-0.0626582	0.0207072	-0.0669467	0.0300827	-0.0615442	-0.0047629	-0.0047629	-0.0047629
0083524	-0.0348105	0.0139702	0.0141112	0.0042372	-0.0196283	-0.0123656	0.007458	-0.2874361	0.033535	0.0268065	0.0140933	0.0319186	0.0110083	-0.0136064	-0.0136064
0010642	0.0093071	0.0097699	0.0223711	0.0012145	0.0123062	0.0090736	-0.0036978	-0.0396358	-0.0014405	-0.0232186	-0.0123708	0.0189211	-0.0076576	-0.0105629	-0.0105629
0107603	-0.0153127	-0.0179491	-0.0171787	-0.0190025	-0.0148683	0.0318501	0.0194681	-0.103288	-0.0820606	-0.0264448	-0.040531	-0.024821	-0.028238	0.0458992	0.0458992
0291316	-0.0431169	-0.0223327	0.0212584	-0.007586	0.0087697	0.0549848	-0.0061099	-0.108782	-0.0828013	-0.0615977	-0.0121752	-0.0316191	0.0647111	0.1617906	0.1617906
0156197	-0.023044	0.0086661	-0.0186238	0.0103626	-0.0205638	-0.0103315	0.0048154	0.0341004	0.0005012	0.0351683	0.0450824	0.0089938	-0.0688229	-0.0131477	-0.0131477
0125307	-0.0069024	0.0123072	0.0104115	-0.0043868	-0.01323	0.0004353	0.0124474	-0.1907557	-0.0346364	-0.040472	-0.0488725	0.1218406	0.0009653	-0.0466816	-0.0466816
0222897	-0.003973	0.0406681	0.0514991	-0.0097876	-0.0146735	-0.0079438	-0.024226	0.0088071	0.0594838	-0.0216565	0.0233974	-0.0155529	-0.0093406	-0.0093406	-0.0093406
0222866	0.0141529	-0.008504	-0.0027633	-0.004533	-0.0045321	-0.0122014	0.0375994	-0.0691768	-0.0631489	-0.077859	0.0388166	0.0208937	-0.0300348	0.0026455	0.0026455
0051222	0.0331747	0.0588979	0.0562904	0.0527692	0.0274262	0.0303409	-0.003568	-0.0190164	-0.0137566	-0.0098303	-0.0118799	-0.0022873	-0.023801	-4.54E-05	-4.54E-05
0118844	-0.0008541	0.0718402	-0.0003476	-0.006593	-0.0136143	-0.00894	-0.0150338	-0.2775503	0.0660604	0.0238541	-0.0419891	-0.0412593	-0.0178168	0.0203866	0.0203866
0122447	-0.0173928	-0.007202	-0.0498373	0.0110425	0.0056609	-0.044823	0.0176635	-0.11901	-0.0395468	-0.0147593	-0.0446704	-0.067119	0.0255027	-0.0185668	-0.0185668
0360197	-0.0032384	-0.0998961	-0.1812968	-0.1747985	-0.1831087	-0.1711558	-0.1305304	0.2799637	-0.3541586	-0.4259798	-0.5130215	-0.5527049	-0.5901119	-0.6040296	-0.6040296
0813708	-0.0780163	-0.0668779	-0.0900471	-0.1455078	-0.0452058	-0.0392392	-0.0272677	-0.0446711	-0.0646498	-0.0719834	-0.115798	-0.1192853	-0.1564523	-0.2247531	-0.2247531
0073419	0.0092201	0.0053036	-0.0065764	-0.0021216	-0.0013327	-0.007098	0.0222218	0.062319	0.0268968	0.0246321	0.0106047	-0.0290164	-0.0818892	-0.0711376	-0.0711376
0298446	-0.032283	0.0531785	-0.0501483	0.0587191	-0.078453	-0.1031892	-0.1050537	-0.2512166	-0.2928218	-0.2960896	-0.275132	-0.3310422	-0.3152333	-0.326767	-0.326767
0051222	0.0311747	0.0588979	0.0562904	0.0527692	0.0274262	0.0303409	-0.003568	-0.0190164	-0.0137566	-0.0098303	-0.0118799	-0.0022873	-0.023801	-4.54E-05	-4.54E-05
0143614	0.0028789	-0.0248415	-0.0707083	-0.0604826	-0.0389403	0.0288098	0.0230197	-0.211098	-0.3103654	-0.3629634	-0.3796341	-0.3626623	-0.3539737	-0.1831186	-0.1831186
3351087	-0.3468487	-0.3274178	-0.2611179	-0.110386	-0.1069232	-0.1420265	-0.1238912	-0.1638262	-0.125703	0.1289369	-0.1458667	-0.182579	-0.2007494	-0.2479809	-0.2479809
0176105	-0.0065343	-0.023802	-0.036619	-0.0406198	-0.0429885	-0.0416415	-0.0382659	-0.384463	-0.1684193	-0.1984287	-0.2137791	-0.2221161	-0.2259015	-0.2281656	-0.2281656
0900694	-0.0448781	-0.0143987	-0.0262772	-0.0423141	-0.0503146	-0.0371862	-0.0429569	-0.2313381	-0.2893542	-0.3233193	-0.3130374	0.0790775	0.2048866	0.1347763	0.1347763
0413813	0.0096075	-0.0616555	-0.037597	-0.0055637	0.141403	0.0980479	0.0519658	-0.0122999	-0.0890469	-0.1364368	-0.0789548	-0.0653155	-0.0716156	-0.0706364	-0.0706364
0053548	0.0234431	0.019971	0.0702218	0.0565598	0.0709871	0.0173864	0.088719	0.0330045	-0.0424239	0.009917	-0.0268979	-0.0368979	-0.0468375	-0.0890406	-0.0890406
0078532	-0.021389	-0.0086465	-0.1676474	-0.1521148	-0.1394138	-0.0181963	-0.0175327	-0.3682382	-0.3011725	-0.4358904	-0.4176334	-0.4296615	-0.4253131	-0.4253131	-0.4253131
1036441	-0.0356815	-0.0449118	-0.0141376	0.0714916	0.0190848	0.0222368	-0.009558	0.0675688	0.2598610	0.2435503	0.2604104	0.3417597	0.3264203	0.3805206	0.3805206
0660546	-0.0617306	-0.0203068	0.0251748	0.4595516	0.3116112	0.3143866	0.1462744	-0.149492	0.0302394	0.1619803	0.160166	0.1707812	0.1707812	0.1707812	0.1707812
0411126	-0.0258798	-0.0316647	-0.0306332	-0.0370269	-0.0358083	-0.044776	-0.0438741	-0.147276	-0.0622249	-0.0910715	-0.0914208	-0.0918287	-0.1266613	-0.1266613	-0.1266613
0731091	0.1001751	0.0720992	0.0382393	0.0397097	-0.0420973	0.0041923	0.0223491	-0.1101387	0.1327052	-0.1375054	-0.1481297	-0.1396702	-0.1449462	-0.131138	-0.131138
0019862	0.0150329	-0.0129125	-0.0156781	-0.0046349	-0.0141762	-0.0001834	0.0465798	0.0348621	0.0987176	0.147252	0.1619821	0.1625405	0.1625405	0.1322656	0.1322656
0192237	-0.0169465	-0.0325099	-0.0300748	-0.0199106	-0.0199106	-0.0199106	-0.0199106	-0.0199106	-0.0199106	-0.0199106	-0.0199106	-0.0199106	-0.0199106	-0.0199106	-0.0199106
0367992	-0.0682722	-0.0685687	-0.0502795	-0.1957752	-0.2263915	-0.1848987	-0.240063	-0.386706	-0.2366635	-0.2366635	-0.3069017	-0.2946198	-0.2716306	-0.2586374	-0.2586374
0086905	0.0205131	0.013245	0.0221324	0.0360058	0.0354406	0.0296191	0.0105332	0.0070715	-0.0147106	-0.0274216	-0.0408124	-0.0408124	-0.1081551	-0.1081551	-0.1081551
0723595	-0.0413332	-0.0703419	-0.068545	-0.08139	-0.0306379	-0.018454	-0.0375495	-0.0202943	0.0384275	0.0686649	0.0393398	0.0344033	0.0620798	0.0620798	0.0620798
0018976	-0.0035208	-0.0159642	-0.061814												

lag	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	Tecknindsa	1	2
llnex	-0.0059637	-0.0712306	-0.03153	0.0125081	-0.0360328	0.0285057	0.0153819	-0.0259645	-0.054014249	0.0138904	0.0376994	0.0	0.0
erom	-0.0053254	-0.0191728	-0.0034942	-0.0012891	0.0049741	-0.0313289	-0.0076348	0.0275014	0.0141039	0.0129562	0.008749894	-0.0103699	-0.0023745
edical	-0.0720246	0.0022257	-0.0286413	-0.0040731	0.0154759	-0.0350414	0.017317	-0.0224491	-0.024594696	-0.0145562	0.0228199	0.0	0.0
Vision	-0.0247264	-0.0527968	-0.0845041	0.0038498	-0.0267273	0.0369565	0.0346739	-0.0595721	0.0390136	-0.020905	0.003638559	0.0041408	-0.0605155
Eniro	-0.0264764	0.0415582	-0.0482286	-0.0963086	-0.100186	0.1049188	-0.0126924	0.0657932	0.0004417	-0.066850923	-0.0309909	-0.0400373	-0.0
Cards	-0.0507438	-0.0254046	-0.0230077	-0.0165155	0.007352	0.0118045	-0.0118877	0.01053123	0.1206089	0.0175583	-0.0009978	-0.0338274	-0.0
nrebo	-0.0392255	-0.0431764	0.001411	-0.032779	0.0135184	-0.0018076	0.0334012	0.0112063	0.0064818	-0.0066468	-0.038131493	0.0098478	0.0370164
faldec	-0.0285223	0.0292771	-0.0116014	-0.028555	-0.006409	0.0447094	0.0252905	0.0062616	-0.0183860	0.002737438	-0.01528	0.002293	-0.0
emtex	0.0527895	0.012763	-0.0009572	0.0065065	-0.0041251	0.0064783	-0.0020339	0.011938	0.0171399	0.014399005	-0.0078048	0.0158022	-0.0
ymala	0.0829995	-0.0321127	-0.0309753	-0.0083431	0.0056365	0.006269	0.0603985	0.050285	0.0644679	0.0159598	-0.026893769	0.0247475	0.0394117
lordia	-0.0076253	-0.0214122	-0.0520874	-0.0180795	0.0251866	-0.014599	0.0048562	0.0888185	0.0416187	-0.056213884	0.0094131	0.0304451	0.0
tneros	-0.0444878	-0.0087994	-0.0330021	-0.0211012	-0.0259035	-0.045863	-0.0153598	0.0873128	0.0565759	-0.0101844	0.051336005	0.0319785	-0.0183921
SAS	-0.2610389	-0.0231708	-0.01312	-0.00292	0.0331743	0.0041225	-0.033061	0.0992915	0.1334044	-0.0125048	-0.027459983	-0.0565382	-0.1664991
SEB	-0.0897233	0.0138646	0.0480448	0.1720512	0.0544297	0.004681	-0.037935	-0.005031	0.030726	0.0154656	-0.012233295	-0.0059625	-0.0195965
dbank	-0.019666	0.0257693	0.0268537	0.0081093	-0.0184368	0.0041103	0.0225986	-0.0138357	-0.0006398	-0.0293196	0.002308494	-0.0134144	-0.0251237
outlier	-0.0076437	0.0035483	-0.0311276	-0.0108443	-0.0172493	-0.0042057	0.017128	0.0339451	0.0283122	-0.0119984	0.019220341	0.0028318	-0.0020939
leborg	0.0262589	-0.0498952	-0.0836725	-0.0948763	0.0210083	-0.0087039	0.0171751	-0.0317531	-0.0112283	-0.0154274	-0.031577396	0.0165499	0.0002733
nplant	-0.0106186	0.6179446	-0.1108639	-0.0693547	-0.0611403	-0.050744	0.031118	0.07316	-0.0197987	-0.0230485	-0.03804878	-0.0361456	-0.0056435
Cision	0.0481786	-0.0359012	-0.0031296	-0.0101108	0.0630695	0.0119145	-0.0014826	-0.0095981	-0.0086446	-0.0004071	-0.005235692	-0.0016117	0.0450567
Group	-0.0239471	0.0016338	-0.0106331	-0.0091305	-0.0161815	-0.0063852	-0.0569029	0.0220466	-0.0034874	-0.0017526	0.026400626	-0.0124094	-0.0074174
gheter	-0.0097853	-0.0123544	-0.0291935	0.0334913	0.0047926	-0.018132	-0.05695	0.0335041	0.0071699	0.0659632	-0.002022996	0.0118185	0.0120665
inders	-0.0384703	0.041353	-0.0054558	-0.0269822	-0.0007209	0.0034278	-0.0008003	-0.0116575	0.0065639	-0.0012411	-0.000483524	0.0131912	0.0830466
Eniro	-0.1781214	-0.0326185	0.0432264	-0.0585531	-0.0267623	0.0158967	-0.0656582	-0.0371797	-0.012511	0.0085902	0.006775477	-0.0640074	-0.031912
xagon	-0.015426	-0.0172307	0.0146209	-0.012251	-0.0071992	-0.0073563	-0.0129259	0.0149209	-0.0198816	0.0141652	0.032705705	-0.0059392	0.0029419
ro Bio	-0.1288382	-0.0389365	-0.0630257	-0.0118323	-0.0249416	-0.1085525	-0.0161302	0.0020745	0.0020907	-0.0450449	-0.045753722	0.0282615	-0.0001616
byson	-0.1320717	0.0727881	0.0011784	-0.0671426	-0.0039965	0.0007169	-0.0702104	-0.0027104	-0.0678538	-0.093623356	0.0072432	-0.0002422	-0.000331
onsult	0.0011806	-0.030313	-0.029421	-0.0423498	-0.024256	0.0209924	-0.0149586	0.0089844	-0.0115503	0.0074767	0.021233445	-0.0268355	0.0008572
Mines	-0.0177292	-0.0293976	-0.0150315	-0.037452	0.0401394	-0.0082742	-0.007615	0.003661	0.0033998	0.0062207	-0.032343902	0.0215295	-0.0317468
te AB	-0.0367817	-0.0177853	0.0095577	-0.0489307	0.0076866	0.0286658	0.0227083	0.0231654	-0.0304882	-0.0168108	-0.068505453	0.0515206	0.0687633
utical	0.0220254	-0.0134814	-0.0083395	0.0155099	0.0136175	0.0100577	-0.0145576	0.0028432	-0.0004614	0.0051561	-0.006532461	-0.021641	0.0262249
ources	-0.0817346	-0.0644319	-0.0359536	-0.0418692	0.0682337	-0.0032039	0.0099281	0.0770759	-0.0195681	-0.0466382	-0.0407382	0.011451	0.06565
Sagax	0.0575158	-0.06629	0.0130754	-0.0047578	-0.0017807	-0.0021296	0.031248	-0.0203525	0.076148	-0.060826395	0.0165516	0.0125482	-0.0
SAS	-0.0326243	-0.0150677	-0.0128272	0.0402219	0.0473838	-0.0214202	-0.0023579	0.0619816	0.0307152	-0.0131565	0.001952852	0.0013715	-0.0353733
Traffic	-0.0297041	-0.0146064	-0.0535197	-0.0190114	-0.001954	-0.0249769	-0.001531	0.0536106	0.0062657	0.0018796	-0.030386335	-0.0132755	-0.0103875
llnex	0.018427	-0.022425	0.0012582	-0.0035505	0.0187518	0.0088603	0.0311783	-0.0006735	0.0186636	0.025467235	0.0153386	0.0076809	0.0
Vision													
Dios	-0.0079877	-0.0044706	0.0073372	-0.0071201	0.0096161	-0.005497	0.0145942	-0.0003479	-0.0028376	-0.0103207	-0.008183004	-0.0238779	0.0151366
emtex													
tepol	0.0180517	0.0037483	0.0933798	0.0120173	-0.0569525	-0.0105455	0.0067829	0.0535866	-0.0003435	-0.0205794	-0.003039111	-0.030911	0.0084236
ppAhl	-0.0413111	-0.011156	-0.0197552	-0.0039374	0.0381307	0.0125287	0.0124297	0.0361089	0.019847	-0.0112108	-0.003286721	-0.0581605	0.0459652
Jocoo	-0.2371149	-0.0345767	-0.04753	-0.0682589	0.0360676	0.8849787	-0.0428983	-0.0450983	0.0222125	0.0108193	-0.021548373	-0.0698903	0.0314217
Chexo	-0.0016493	0.0075611	7.123E-05	0.0028453	-0.002699	-0.0080576	-0.0054418	-0.0114063	-0.000856	0.0049754	-0.016861098	-0.0067081	5.587E-06
etrics	-0.0812576	-0.0140947	-0.0264824	-0.0006194	-0.00035937	0.0086929	0.0067164	1.222E-05	0.0328518	0.0167526	0.037089217	-0.0574333	0.0246107
erics	0.0061301	0.0012588	0.0056637	-0.0035818	0.0010231	0.001365	0.0014869	0.007269	0.0115046	-0.0123491	0.006181782	-0.0083849	-0.0033346
hphan	-0.0910128	0.068874	0.052124	0.0772561	0.037019	-0.0122503	0.0085519	0.0390501	-0.0515105	-0.0193529	-0.016701384	-0.0302067	-0.0158529
hvide	0.1240157	0.0750583	-0.0947986	-0.0511407	0.0041387	-0.0149394	0.0460034	-0.0147452	-0.0376964	0.070162884	0.0250541	0.015883	-0.0172437
ocline	-0.0111791	0.0337098	0.0065259	0.0359528	0.0225469	-0.0128711	-0.0430397	-0.0218475	-0.0183215	0.0308943	-0.014561392	0.0149613	0.0183849
nplant	0.0026448	-0.0865653	-0.096474	0.1148559	0.0034682	-0.0974392	-0.0011333	0.004106	0.0066099	0.0035968	0.114641846	-0.0951658	0.1155471
Aspiro	-0.1413056	-0.067699	-0.0293597	0.026182	0.0591182	-0.042875	0.0827612	-0.04261	-0.0296769	0.0080063	-0.056012006	0.0149613	0.020699
inrent	0.007714	0.0136451	-0.0055337	-0.0176656	0.0007781	0.0017093	0.027467	0.001088	-0.0113764	0.0187386	0.032513564	0.0197137	0.0011621
Joetta	-0.0172033	-0.0543584	-0.018928	-0.0328072	0.000843	0.027705	0.0328566	-0.0310105	0.0396921	-0.007509557	0.007509557	-0.011679	-0.0052287
erom	-0.1423315	-0.0897061	-0.0666619	0.0852752	0.1149285	-0.0467493	0.1080671	0.021432	-0.0511745	-0.021049	-0.040711676	-0.0228542	-0.0254654
ro Bio	0.0277105	0.0120899	-0.0112528	0.001993	-0.0187821	0.015909	0.080695	0.0676491	-0.0401368	-0.050176938	-0.050176938	0.0359587	0.0219214
tsdagj													
stems	-0.1087926	-0.1265451	0.0312873	-0.0960644	0.0028912	-0.0244192	0.0031543	-0.0378018	-0.0283165	-0.011127803	0.0319811	0.0028698	-0.0
Mines	0.0346547	-0.2857925	-0.0115337	-0.0898403	0.0144376	0.1063623	0.0459565	0.1539613	0.3928484	-0.152938174	-0.0590271	-0.0690221	0.0267175
utical	0.0117327	0.001804	0.0021325	-0.026853	-0.017239	-0.0075613	0.0013469	0.0018498	0.03178307	-0.00271728	0.03178307	-8.967E-05	-0.0
etrics	0.0682434	-0.009788	0.0167453	-0.0018256	0.0048728	-0.0251422	-0.0405696	0.0420987	-0.0563974	-0.0431743	-0.022737552	-0.0255517	0.004288
Traffic	-0.0615504	-0.0704295	-0.0371648	0.0031676	-0.0334806	0.0032457	0.255258	0.0347001	-0.0320849	0.0048607	-0.064933559	0.0006118	-0.030974

Bilaga 3 – CAAR annonseringsperiod

	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6	7	
.0104562	0.0186568	0.0091556	0.0740107	0.0742208	0.0619989	0.0667122	0.0374719	-0.0242017	-0.0136379	-0.2138691	-0.1697212	-0.1896367	-0.2282418	-0.262	-0.262	
.0578053	0.0813428	0.0573128	0.0707557	0.0629136	0.0277155	0.0650477	0.1388144	0.0234101	-0.0348717	-0.1058871	-0.0934656	-0.1164467	-0.1393577	-0.120	-0.120	
.3587242	0.4254368	0.4037568	0.3762705	0.3764948	0.4346361	0.4642699	0.3477095	0.3496742	0.35693524	0.3477849	0.3379628	0.3346566	0.3267025	0.307	0.307	
.0433866	-0.0503994	-0.0254778	-0.0014473	-0.0189175	-0.0778925	-0.0742029	-0.0470817	-0.021474	0.0035308	-0.0774973	-0.0039018	0.1309297	0.48317	0.515	0.515	
.2609378	0.1910464	0.0986662	0.123852	0.1285259	0.157199	0.2105294	0.7853011	0.7464313	0.9868814	0.9466301	0.9126534	1.030661	0.9946183	0.924	0.924	
.0264096	-0.0065142	-0.0148959	-0.01416991	-0.0145023	-0.0143054	-0.0487347	-0.1186067	-0.1009558	-0.0245816	0.0285162	-0.1049315	-0.1280543	-0.1159049	-0.176	-0.176	
-0.02126	-0.022826	0.0012946	0.0018961	0.0074863	0.0004182	0.0189636	-0.0410812	-0.0854721	-0.113845	-0.1053564	-0.1058008	-0.0569061	-0.043486	-0.041	-0.041	
.0379676	-0.0261537	-0.02055337	-0.010235	-0.0096474	-0.0224272	-0.0129047	-0.0112724	-0.0421055	-0.0615922	-0.1327313	-0.0801108	-0.0952759	-0.0696024	-0.051	-0.051	
.0643098	0.1182739	0.1062173	0.1794163	0.1718856	0.1320463	0.1475547	0.0009892	0.1047569	0.0848234	0.1002738	0.1516666	0.1641073	0.1817955	0.251	0.251	
.0116304	0.012964	-7.607E-05	0.0038393	0.0019746	-0.0185416	-0.0281582	-0.0768871	-0.0889183	-0.1484871	-0.1284524	-0.1248783	-0.1340407	-0.1682102	-0.143	-0.143	
.0158543	0.0165904	0.0203322	-0.0109603	-0.0303892	-0.0131777	0.0088059	-0.0087568	-0.03837	0.0009815	-0.0075636	-0.0338358	-0.0544897	-0.0233255	-0.044	-0.044	
.0400224	0.0706628	0.0676589	0.1483609	0.1353522	0.1263193	0.1101047	0.2429007	0.2360413	0.2019819	0.1835268	0.1589121	0.1167046	0.1010622	0.086	0.086	
.0966589	-0.1161122	-0.1434842	-0.1214731	-0.0726427	-0.086594	-0.0862799	-0.2915075	-0.31135	-0.3174004	-0.3763321	-0.3943928	-0.4838858	-0.4619412	-0.449	-0.449	
.0762362	0.0127832	-0.0010942	-0.0025987	-0.033941	-0.0578003	-0.0304897	-0.0488139	-0.0469029	-0.0004668	0.0841423	0.1187522	0.188064	0.1851997	0.183	0.183	
.0869548	0.1099914	0.1462876	0.1118853	0.1240596	0.1361646	0.1443752	0.1702662	0.2679526	0.2887724	0.2584752	0.2246165	0.2363555	0.2150381	0.235	0.235	
.0034112	-0.003063	-0.0070105	-0.0268388	-0.0392044	-0.0375488	-0.0215222	-0.2653288	-0.326507	-0.3390795	-0.3368932	-0.3318482	-0.3414803	-0.305433	-0.301	-0.301	
.0109563	0.0112442	0.0143317	0.0158136	0.01596811	0.1885615	0.2236807	0.2828024	0.2163676	0.2438076	0.2371154	0.3037768	0.3154713	0.2948703	0.268	0.268	
.0342913	-0.0241885	-0.0225243	-0.0262094	-0.0136064	-0.0127898	-0.0006186	-0.2186013	-0.3573162	-0.3994125	-0.4293889	-0.441127	-0.4630083	-0.4511865	-0.439	-0.439	
.0452212	0.0181798	0.0435195	0.0428937	0.0108143	-0.0122319	-0.0121059	-0.1647263	-0.2277608	-0.1856201	-0.1155973	-0.0796667	-0.0515702	-0.0092728	-0.014	-0.014	
-0.003008	-0.0279908	-0.0033614	0.0084381	0.00031917	-0.015226	-0.028739	-0.0883385	-0.0120324	-0.0194032	-0.018408	-0.0187611	-0.0287927	-0.0291136	-0.02	-0.02	
.0541423	0.0517189	0.1199791	0.0890866	0.0403571	0.070659	0.072045	0.0109437	0.0391115	-0.0370403	-0.1039889	-0.0739062	-0.1354505	-0.1402133	-0.141	-0.141	
.0217242	0.0356944	0.0489056	0.0911183	0.0714144	0.0496429	0.0523887	0.2350474	-0.2015124	-0.2283189	-0.2142256	-0.2461442	-0.2351359	-0.2487423	-0.271	-0.271	
.0091025	0.0006674	0.0230385	0.024253	0.0385612	0.0456348	0.042537	0.0029012	0.0014607	-0.0217579	-0.0341287	-0.0152076	-0.0228652	-0.033428	-0.034	-0.034	
.0571976	0.0392484	0.0220898	0.0030672	-0.0118011	0.0200491	0.0385172	-0.0637718	-0.1458324	-0.1722772	-0.2128082	-0.2376292	-0.2658672	-0.2199679	-0.216	-0.216	
.1000842	0.0436405	0.1203991	0.1291688	0.1841536	0.1230545	0.1906351	0.0818532	-0.0009481	-0.0625458	0.0793898	0.0167003	0.089171	0.0854746	0.020	0.020	
.1035288	-0.1258615	-0.1046031	-0.1195838	-0.1102215	-0.1201406	-0.1110419	-0.0904349	-0.1179629	-0.1164728	-0.138248	-0.1698671	-0.1051561	0.0566346	0.093	0.093	
.0050842	0.0047819	-0.013844	-0.0034843	-0.0240452	-0.0343766	-0.0295613	-0.0631605	-0.0279922	0.0170901	0.0269839	0.020161	0.0070132	-0.000	-0.000	-0.000	
.0345609	0.0222537	-0.0118423	-0.016229	-0.0294591	-0.0290237	-0.0176663	-0.2073321	-0.2419885	-0.2860405	-0.3346174	-0.2127724	-0.2118071	-0.2574887	-0.282	-0.282	
.079566	0.0388979	0.090397	0.0929134	0.0831258	0.0868123	0.0606885	0.0184425	0.0272496	0.0867334	0.065077	0.0884743	0.0729215	0.0635809	0.029	0.029	
.0021627	-0.0010435	-0.0094454	-0.0107938	-0.0153289	-0.0275274	-0.010072	-0.0591047	-0.1222537	-0.2001127	-0.161296	-0.1494023	-0.1704371	-0.1677916	-0.110	-0.110	
.0079994	0.0798396	0.0801872	0.0745942	0.06098	0.0520389	0.0370052	-0.2405451	-0.1744807	-0.1568267	-0.2005178	-0.2411771	-0.2595939	-0.2392073	-0.238	-0.238	
.0626213	0.0654093	0.0055719	0.0166144	0.0222753	-0.0225477	-0.0048842	-0.1167852	-0.1563321	-0.1710914	-0.1757617	-0.2428807	-0.2173781	-0.2359348	-0.238	-0.238	
.0512719	-0.0486642	-0.229961	-0.4047604	-0.5878691	-0.7590249	-0.8895553	-1.1695189	-1.5236775	-1.9496573	-2.4626787	-3.0153836	-3.6054895	-4.2095251	-4.79	-4.79	
.1980966	-0.2847744	-0.3748216	-0.5203293	-0.5655351	-0.6047743	-0.632042	-0.6767131	-0.7332029	-0.8051924	-0.9209094	-1.0342757	-1.1907081	-1.4154612	-1.640	-1.640	
.039002	0.0443057	0.0377293	0.0365676	0.0342749	0.0271769	0.0493987	0.1317177	0.1587045	0.1835366	0.1943313	0.165325	0.0834357	-0.0212981	-0.022	-0.022	
.0864495	-0.139677	-0.1898253	-0.2585444	-0.3563897	-0.459579	-0.5646327	-0.8158493	-1.1086672	-1.4047568	-1.6798889	-2.0109311	-2.3261645	-2.6529314	-2.987	-2.987	
.0341459	0.0930508	0.1493412	0.2021104	0.2295366	0.2598774	0.3004679	0.3139662	0.5319395	0.6433227	0.7609298	0.8773928	0.9697069	1.0366833	1.102	1.102	
.0111469	-0.0136946	-0.0844029	-0.1448855	-0.1838258	-0.1550168	-0.1211971	-0.3330951	-0.640605	-0.9825	-1.3624341	-1.7250964	-2.0790701	-2.2621888	-2.422	-2.422	
.9483398	-1.2757576	-1.5368754	-1.6472614	-1.7541846	-1.8962111	-2.1146023	-2.2784285	-2.4041314	-2.5330673	-2.6786531	-2.847911	-3.0486603	-3.2966603	-3.533	-3.533	
.0104003	-0.0190467	-0.1866941	-0.3388089	-0.4782227	-0.658191	-0.8373517	-1.2180741	-1.5863123	-2.0070985	-2.4429789	-2.8606123	-3.2902637	-3.7155768	-4.184	-4.184	
.0295028	-0.0533049	-0.0869867	-0.1278065	-0.1707951	-0.2124366	-0.2507025	-0.3891488	-0.7759948	-0.9897739	-1.2108901	-1.4367916	-1.6596071	-1.883	-1.883	-1.883	
.1788706	-0.1932593	-0.2195365	-0.2619676	-0.3129821	-0.3494683	-0.3740378	-0.6053758	-0.86473	-1.1880433	-1.501808	-1.4220033	-1.2171168	-1.0823401	-0.943	-0.943	
.1405444	-0.2022	-0.239797	-0.2453607	-0.1039577	-0.050908	0.046076	0.0337761	-0.0552708	-0.1917076	-0.2705623	-0.3358778	-0.4074935	-0.4781299	-0.538	-0.538	
.0391205	0.0590915	0.1293133	0.1858732	0.2568603	0.3282287	0.3828287	0.4498921	0.474225	0.4841442	0.4572442	0.4260492	0.3744117	0.2853712	0.171	0.171	
.0721436	-0.1170554	-0.1311931	-0.0597014	-0.0406166	-0.0183198	-0.0278778	0.039691	0.2993011	0.5386514	0.7940618	1.1358215	1.4622418	1.8427623	2.178	2.178	
.1249296	-0.1048928	-0.079718	0.3798336	0.6914448	1.0061032	1.3234698	1.4697642	1.6192562	1.7105502	1.8635305	2.0295471	2.2003283	2.3749686	2.554	2.554	
.0989587	-0.1062234	-0.1612566	-0.1982835	-0.2340918	-0.2818518	-0.3257259	-0.4669984	-0.6202949	-0.8202949	-1.0711757	-1.3711757	-1.8035444	-2.3002057	-1.0560414	-1.145	-1.145
.2295877	0.3016869	0.3399262	0.3796358	0.3375385	0.3417308	0.3640799	0.2539412	0.121236	-0.0161185	-0.1642482	-0.3039184	-0.4488646	-0.5800027	-0.72	-0.72	
.0101799	-0.0027326	-0.0164107	-0.0230456	-0.0372218	-0.0404052	-0.0463804	-0.0737007	0.0031614	0.1018791	0.2491311	0.4111132	0.5763536	0.7086193	0.815	0.815	
.1034867	-0.1738285	-0.2423736	-0.2805126	-0.3111505	-0.3296046	-0.367154	-0.3874483	-0.3411976	-0.3013501	-0.2944851	-0.2841453	-0.229742	-0.1676621	-0.05	-0.05	
.0112832	-0.0271474	-0.0333289	-0.0443183	-0.0595423	-0.0836313	-0.119971	-0.1620042	-0.2047108	-0.2576682	-0.3006157	-0.3471576	-0.3742796	-0.3474731	-0.499	-0.499	
.0297049	-0.0364728	-0.1414894	-0.1657905	-0.2335774	-0.2831894	-0.2691543	-0.2548176	-0.2656324	-0.2456758	-0.2165828	-0.2066157	-0.1209583	-0.0640303	0.0083253	0.040	0.040
.0772556	-0.0991086	-0.1141988	-0.1466131	-0.1860693	-0.1952669	-0.3423893	-0.5181699	-0.8543148	-1.0419488	-1.2693837	-1.5116709	-1.8221709	-2.15116709	-2.422	-2.422	

Bilaga 4 – CAAR tekningsperiod

