

Nyemissioner och aktiekursutveckling

– Vilken roll spelar redovisningen?

Handledare:

Torbjörn Tagesson

Författare:

David Sjöberg

Förord

Jag vill här passa på att tacka min handledare Torbjörn Tagesson för hans engagemang i uppsatsen samt för konkreta förslag till förbättringar och värdefulla tips. Jag vill också rikta ett tack till Nordic Exchange som vid all kontakt bemött mig på ett mycket vänligt och positivt sätt.

Kristianstad den 12 juni 2007

David Sjöberg

Abstract

Prior studies have documented that firms making seasoned equity offerings substantially underperform compared to a sample of matched firms. I document that a sample of industry matched firms outperform seasoned equity issuers during the next two years of trading on the Swedish stock market. The result is consistent with prior studies which imply negative stock performance. Furthermore, the results imply that firms in the healthcare industry and firms that have been noted fewer years on the stock exchange, do not underperform as severely as other firms making seasoned equity offerings. The purpose of this study is also to investigate if seasoned equity issuers raise reported earnings by altering discretionary accounting accruals in an attempt to mislead investors, explaining the negative stock performance following seasoned equity offerings. The study finds no evidence for issuers raising reported earnings by altering discretionary accounting accruals, nor that raising reported earnings explains the underperformance of the stock.

Innehållsförteckning

1. Inledning	5
2. Teori och hypotesformulering.....	9
2.1 Underhypoteser aktiekursutveckling.....	12
2.2 Underhypoteser tidigareläggning av vinster.....	15
2.3 Hypotessammanfattning	17
3. Metod.....	18
3.1 Urval.....	18
3.2 Aktiekursutveckling	20
3.2.1 Beräkning av aktiekursutveckling	21
3.3 Tidigareläggning av vinster	22
3.4 Oberoende variabler	24
4. Analys	25
4.1 Aktiekursutveckling	26
4.2 Tidigareläggning av vinster	29
4.3 Underhypoteser tidigareläggning av vinster.....	30
4.4 Underhypoteser aktiekursutveckling.....	31
4.5 Sammanfattande modell över analysen.....	34
5. Slutsats.....	35
5.1 Förslag till vidare forskning	37

1. Inledning

I Veckans Affärer uppmanar Johansson (2006) aktiesparare att *”se upp för nyemissioner”*. Enligt Johansson leder nyemissioner ofta till häftiga aktiekurssvängningar. Johansson menar vidare att nyemissioner kan skapa säljtryck som pressar ner aktiepriset och *”att för den som tror långsiktigt på ett bolag kan nyemissioner därför vara ett köpläge”* (Johansson, 2006).

Timingen för nyemissioner spelar stor roll både för aktiesparare och för företagsledningen. Tidigare studier har visat att företag emitterar aktier när företagsledningen anser att företaget är övervärderat, vilket innebär att aktiesparare betalar ett högt pris för aktierna. Därmed har företagsledningen gjort en god affär på bekostnad av aktieägarna. Detta leder också till långsiktiga negativa effekter på aktiekursen (Brown et al., 2006; Jeanneret, 2005; Kang et al., 1999; Lee, 1997; Loghran & Ritter, 1995; Speiss & Affleck-Graves, 1995; Stehle et al., 2000; Theo et al., 1998). Nyemissioner leder därmed inte till köpläge enligt ovanstående forskare.

Det finns olika typer av nyemissioner, den vanligaste formen är kontantemissioner. Kontantemissioner kan vara öppna, d.v.s. riktade mot hela aktiemarknaden, vilka är vanliga i USA (Brealey & Myers, 1991). I Sverige är dock öppna kontantemissioner oftast försedda med företrädesrätt för befintliga aktieägare. Kontantemissioner kan också vara riktade mot en speciell grupp investerare, vilka vanligtvis är stora institutionella investerare (Agnblad, Berglöf, Högfelt & Sancar, 2001). Denna studie behandlar enbart öppna kontantemissioner. Apportemissioner och riktade emissioner behandlas inte och öppna kontantemissioner kommer i fortsättningen att benämnas som enbart nyemissioner.

Mixen av företags finansieringsalternativ utgör företagets kapitalstruktur. En nyemission leder till att företagets kapitalstruktur förändras. Enligt Miller och Modoglianis propositioner, varav den första publicerades 1958, är ett företags kapitalstruktur utan verkan för företagsvärdet, förutsatt att en perfekt marknad föreligger (Brealey & Myers, 1991). Om Miller och Modogliani har rätt och om marknaden är perfekt, har valet av finansieringsalternativ inte någon inverkan på företagsvärdet. Vid en perfekt marknad finns inga skatter, det finns ingen informationsasymmetri, och inga kostnader för att samla in och behandla information (Fama, 1970; 1998). Vid en perfekt marknad har redovisningen därmed ingen inverkan på företagsvärdet eftersom intressenter har full insyn i företaget. Marknaden är emellertid inte perfekt och därmed påverkar redovisningen företagsvärdet

(Fields et al., 2001; Holthausen & Leftwich, 1983; Scott, 2003; Watts & Zimmerman, 1979). Aktieanalytiker värderar aktier utifrån de framtida kassaflöden som de förväntas ge upphov till (Marton, 1998). Även om aktieanalytiker använder sig av många olika källor vid en värdering är likväl redovisningen en av dessa informationskällor och används främst för att reducera osäkerheter i värderingen (ibid.). Ett av redovisningens syfte är just att assistera vid investeringsbeslut på aktiemarknaden (Deegan & Unerman, 2006). King och Langlis (1998) studie av engelska, tyska, och norska börsbolag visar att redovisningen påverkar aktiepriset i samtliga tre länder. Vidare visar King och Langlis (1998) studie att korrelationen mellan redovisningen och aktiepriset är minst i Tyskland och störst i England, vilket är en följd av den mer marknadsorienterade redovisningen som finns i den anglosaxiska redovisningen (King & Langlis, 1998). Både Norge och Sverige har traditionellt haft germanska redovisningstraditioner, men har allt mer närmat sig den anglosaxiska traditionen, Norge något snabbare än Sverige (Nobes & Parker, 2004).

Studier från USA har visat att det finns en negativ annonseringseffekt efter nyemissioner, även kallad signaleffekt (Asquith & Mullins, 1986; Masulis & Korwar, 1986; Myers & Majluf, 1984). Denna reaktion beror på hur marknaden uppfattar signalerna från en nyemission. Beror nyemissionen på att företaget anförskaffar kapital för att säkra sin överlevnad? Eller beror den på att kapitalet ska investeras i nya lönsamma projekt? Detta är tolkningar som marknaden gör utifrån känd information och från emissionsprospekten. Amerikanska studier har vidare visat att aktiekursutvecklingen för företag som emitterat nya aktier inte bara påverkas negativt av annonseringseffekten, utan att den dessutom är negativ i ett femårsperspektiv efter nyemissionen jämfört med företag som inte emitterat aktier (Brown et al., 2006; Lee, 1997; Loughran & Ritter, 1995; Speiss & Affleck-Graves, 1995; Theo et al., 1998). Tidsperspektivet kan dock skilja sig. Jeanneret (2005) visar exempelvis på att aktierna underpresterar i ett treårsperspektiv på den franska marknaden. Denna effekt har visat sig finnas oavsett om nyemissionen är investeringsdriven eller inte. Enligt Agnblad et al., (2001) har en magisteruppsats av Hagelin och Retzlaff (1998) funnit denna effekt även på den svenska marknaden.

Förklaringen till nyemissioners långsiktiga negativa effekt på aktiekursen är enligt majoriteten av studierna på området att det finns informationsasymmetri på marknaden, som leder till adverse-selection (se t ex Bayless & Jay, 2003; Brown, 2006; Lee, 1997; Loughran & Ritter 1995; Speiss & Affleck-Graves, 1995). I ett agentteoretiskt perspektiv har företagsledningen starka incitament att emittera aktier då de anser att marknaden

övervärderat aktien. Den första studien som upptäckte fenomenet var Myers och Majluf (1984). De utvecklade *"The overvaluation hypothesis"*, som sedan legat till grund för efterföljande studier. Loughran och Ritter (1995), som benämner informationsasymmetrin *"windows of opportunity"*, visar att den genomsnittliga aktiekursutvecklingen för företag som emitterat aktier är 7 % årligen över ett tidsintervall på fem år efter emissionen, vilket ska jämföras med 15 % för företag som inte emitterat aktier.

I en akties totala avkastning ingår förutom kursutveckling även utdelningar, vilka denna studie inte behandlar.¹ Enligt teorin justeras aktiekurserna för utdelningar eftersom marknadens förväntningar på investeringen avspeglas i aktiepriset², där även förväntade utdelningar finns inräknade (Brealey and Myers, 2000). Att bortse från utdelningar är dock att bortse från klienteffekten. Det finns exempelvis investerare som föredrar höga utdelningar framför värdeökningar (ibid.). Aktieägarnas preferenser och investeringsstrategi kan ha betydelse vid beslut om emissioner, i synnerhet vid emissioner som är försedda med företrädesrätt för befintliga aktieägare eftersom de förutsätter en likvid ägare som är beredd att investera nytt kapital i företaget. Att bortse från utdelningar innebär att studien kan gå miste om eventuella observationer som kan förklara vilka företag som utför nyemissioner och hur deras ägarstruktur ser ut. Företag med höga utdelningar torde även utföra nyemissioner i mindre utsträckning, eftersom dessa företag nu lämnar tillbaka kapital till investerare. Utdelningar står emellertid för en relativt liten del av en akties totala avkastning och utdelningar förklarar endast en liten del av aktiepriset (Copeland, Koller, & Murrin, 1995).

De negativa effekter som övervärderingshypotesen leder till på aktiekursutvecklingen visar att marknaden är ineffektiv (Loughran & Ritter, 1995; Speiss & Affleck-Graves, 1995). Fama (1970; 1998) definierar en effektiv marknad som att all tillgänglig information omedelbart ska avspeglas på priset *"A market in which price always fully reflect available information is called efficient"* (Fama, 1970, s 383). Fama (1998) menar dock att marknaden kan vara effektiv så länge anomalierna rör sig slumpmässigt kring över- och undervärdering. Enligt Famas (1970, 1998) resonemang är därför företagsledningens möjligheter att emittera aktier när företaget är övervärderat begränsade av effektivitetsgraden på marknaden. Studier på amerikanska företag har dessutom visat att

¹ Avkastningsdata inklusive utdelningar har inte funnits tillgängligt. Aktiekurserna kunde ha justerats manuellt genom att utreda vilka företag som gett utdelning till sina aktieägare och vid vilken tidpunkt. Den korta tid jag har till förfogande med studien har dock medfört att detta inte genomförts.

² Dock inte enligt Miller och Modigliano eftersom de menar att företagsvärdet är oberoende av investeringsstrategin.

företagsledningen använder sig av kreativ redovisning för att tidigarelägga vinster året kring en nyemission (Theo, Welch & Wong, 1998) och även i kvartalsrapporter kring en nyemission (Rangan, 1998). Syftet är att missleda aktiemarknaden att övervärdera aktien (ibid). Liknande resultat har rapporterats av Shivamumar (2000), då för engelska företag i årsredovisningen innan nyemissioner. Shivakumar hävdar dock att företagsledningar inte medvetet missleder investerare, utan att de endast försöker motverka den negativa och välkända annonseringseffekten av nyemissioner.

Att "låna" framtida vinster för att visa ett bättre resultat i dagsläget benämns "*Earnings Management*". Ett sådant förfarande medför att de framtida rapporterade vinsterna kommer att minska (Rangan, 1998, Theo et al., 1998). En stor skillnad mellan de amerikanska och svenska företagen är att svenska företag kännetecknas av en betydligt högre ägarkoncentration (Agnblad et al., 1997; Kabir et al., 1997). Företag med diffust ägarskap kontrolleras genom "*Insider Control*". Företag som har dominerande ägare kontrolleras genom "*Outsider Control*" (Mayer, 1994; Weigland & Lehman, 1999). Det finns därmed anledning att antaga att företagsledningens möjligheter till att utnyttja informationsasymmetrin, och använda sig av redovisningsval i ett försök att förlunda marknaden att övervärdera aktien, är mer begränsad i svenska företag. Investerare och aktieanalytiker kan visserligen justera sina beräkningar och värderingar för periodiseringar som tidigarelägger vinster. Det innebär dock inte att dessa är utan betydelse. Företagsledningen har ett stort informationsövertag och investerare kan inte veta om periodiseringarna är riktiga eller inte (Theo et al., 1998; Shivakumar, 2000). Vidare menar Theo et al. (1998), Rangan (1998) och Shivakumar (2000) att det är tidigareläggningen av vinster som är förklaringen till den negativa aktiekursutvecklingen åren efter en nyemission, eftersom det innebär att framtida rapporterade vinster minskar.

I svenska företag finns makten i större grad hos ägarna än i USA och England vilket innebär att informationsasymmetrin mellan företagsledningen och ägarna troligtvis är mindre. Men stora och starka aktieägare kan leda till minoritetsexploatering. Beslut om nyemissioner fattas på bolagsstämman eller av styrelsen enligt ABL 11 kap 2 §. Stora inflytelserika aktieägare kan använda sin makt vid beslut om emissioner då det passar deras eget intresse i företaget, vilket kan ske på bekostnad av övriga aktieägare. Det kan innebära att övervärderingshypotesen utnyttjas i lika hög grad i svenska företag även om informationsasymmetrin mellan starka aktieägare och företagsledningen är mindre. Forskningsproblemet är om resultatet från studier, från framför allt England och USA, även

kan appliceras på svenska förhållanden, med tanke på de kontextuella och institutionella skillnader som finns.

Studien har två syften:

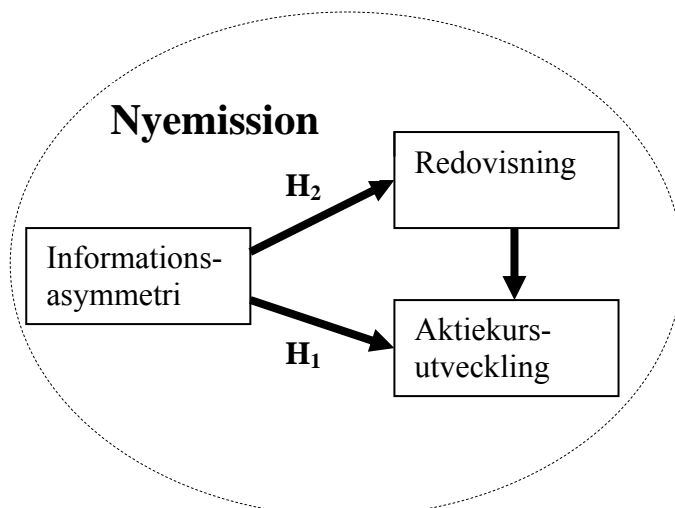
Det första syftet är att undersöka om det finns ett samband mellan nyemissioner och aktiekursutveckling i Sverige.

Det andra syftet är att undersöka om det finns ett samband mellan redovisning som tidigare lägger vinster och nyemissioner i Sverige.

2. Teori och hypotesformulering

Denna studie kombinerar två olika teoretiska ramverk från tidigare studier. Båda har ett agentteoretiskt perspektiv och båda förutsäger sjunkande aktiekurser efter nyemissioner. Studien bygger på Speiss och Affleck-Graves (1995) samt Loughran och Ritter (1995) som menar att företagsledningen utnyttjar informationsasymmetrin och emitterar aktier när de anser att aktien är övervärderad. I studiens teoretiska ramverk finns också Theo et al. (1998) samt Rangans (1998) tidigare studier, som visat att företagsledningen använder sig av redovisningsmanipulation i samband med nyemissioner i ett försök att missleda investerare. Företagsledningen kan därmed sätta en högre emissionskurs som leder till att nyemissionen genererar mer kapital. Vidare består studien av underhypoteser som i teorin kan förklara aktiekursutvecklingen och företagsledningens agerande i samband med nyemissioner. Studiens teoretiska ramverk kan sammanfattas i en modell där även studiens två huvudhypoteser presenteras.

Modell 1 Teoretiskt ramverk



Prissättning av aktier sker, precis som med övriga tillgångar, efter utbud och efterfråga. Efterfrågan på aktier påverkas dock av exempelvis aktieanalytikens värderingar. I agentteorin agerar företagsledningen opportunistiskt. Jensen och Meckling (1976) menar att eftersom företagsledningen har ett informationsövertag kan deras ägande i företaget ses som en måttstock på företagets värde. En effekt av nyemissioner blir därmed att värdet på företaget sjunker eftersom företagsledningens ägarandel blir mindre, förutsatt att de inte går med i nyemissionen. Separationen mellan aktieägare och företagsledningen är det fundamentala problemet i agentteorin, då dessa har olika intresse, men också olika riskpreferenser i företaget (Jensen & Meckling, 1976). Forskning argumenterar vidare för att informationsasymmetrin ger företagsledningen möjlighet att exploatera aktieägare vid nyemissioner (Loughran & Ritter, 1995; Speiss & Affleck-Graves, 1995). Detta leder till att företag är mer benägna att emittera aktier då de anser att aktien är övervärderat, eftersom det innebär att nyemissionen genererar mer kapital till företaget. Förfarandet benämner Speiss och Affleck-Graves (1995) ”*Management Timing Interpretation*”. Följden blir att aktiekursen för emitterande företag får en negativ utveckling, eftersom marknaden justerar för övervärderingen som fanns vid nyemissionen (ibid.).

Nyemissioners effekt på aktiekursen har dock förbryllat forskare. Det finns de som hävdar att den negativa aktieavkastningen för emitterande företag jämfört med icke-emitterande företag kan förklaras av den investeringsspecifika risken. Därmed är det inte frågan om någon anomali som kan förklaras av opportunism (Eckebo, Masulis och Norli, 2000). Eckebo et al. (2000) hävdar att eftersom nyemissioner leder till att skuldsättningsgraden minskar, blir följden att riskexponeringen blir mindre p.g.a. makroekonomiska faktorer såsom oförutsedd inflation. Därmed underpresterar inte företagets aktier när den minskade riskexponeringen finns med i beräkningarna, eftersom det leder till att marknads och investerares förväntningar på avkastning minskar (Eckebo et al., 2000). Bayless och Ray (2003) avfärdar dock ovanstående resonemang helt och hävdar att marknads förväntningar på avkastning inte förändras som en följd av nyemissioner. Vidare konstaterar Bayless och Jay (2003) att tidigare studier av exempelvis Speiss och Affleck-Graves (1995) samt Loughran och Ritter (1995) som visar att aktiernas underprestation kan förklaras av företagsledningens opportunistiska beteende fortfarande kan anses gälla. Detta leder till studiens första hypotes.

Hypotes 1: Svenska börsnoterade företag som emitterar aktier har en negativ långsiktig aktiekursutveckling jämfört med företag som inte emitterat aktier.

Teorin om övervärderingshypotesen kan vidareutvecklas. Det finns forskare som hävdar att värderingen av aktier enbart sker enligt diskonterade framtida kassaflöde (Morelli, 2006), och därmed spelar den finansiella redovisningen en mindre roll, eftersom den endast skildrar historiska händelser. Likväl har det visat sig finnas en korrelation mellan redovisning och aktiekurser (King & Langlis, 1998; Jo & kim, 2007; Marton, 1998). Om företagsledningen har stort inflytande över företaget och utnyttjar informationsasymmetrin genom att emittera aktier när de anser att företaget är övervärderat, är det också troligt att företagsledningen, om det är möjligt, gör vad de kan för att ytterligare förstärka effekten genom att influera marknaden att övervärdera aktien.

Det har tidigare visats att företagsledningen i amerikanska och engelska företag gör redovisningsval inom ramen för redovisningsregleringen för att tidigarelägga vinster i årsredovisningen kring en nyemission (DuCharme, Malesta och Sefcik, 2004; Theo et al., 1998; Shivakumar, 2000). US-GAAP ger företagsledningen möjlighet att tidigarelägga vinster inom ramen för redovisningsregelverket (DuCharme et al., 2004; Theo et al., 1998). Detsamma gäller UK-GAAP (Shivakumar, 2000). En svensk studie av Gandemo (1990) visar att det finns en stor idériakedom i konsten att redovisa kreativt även i svenska företagsledningar, där redovisningen manipuleras, både inom och utom redovisningsregelverket för att tillgodose företagsledningens intresse.

Revisorns uppgift är att kontrollera att redovisningen håller sig inom regleringen, och företagsledningen tar en stor risk genom att kringgå denna, eftersom de då riskerar en oren revisionsberättelse. Revisorn kan förhindra företagsledningens möjligheter till att manipulera redovisningen eftersom dennes arbetsuppgifter är att tillgodose att redovisningen ger en rättvis ekonomisk bild av företaget. Redovisningsregelverket har förändrats avsevärt sedan Gandemos (1990) studie. Men oavsett vilket regelverk som tillämpas, finns det utrymme för subjektiva bedömningar och uppskattningar som leder till att vinster antingen kan tidigareläggas eller senareläggas inom regleringen. Investeringar och tillgångars nyttjandeperiod ger exempelvis upphov till bedömningar och uppskattningar som ska göras av företagsledningen. I agentteorin och PAT (Positive Accounting Theory) görs dessa bedömningar i företagsledningens egenintresse. Enligt Watts och Zimmerman (1978) agerar företagsledningen inte enbart nyttomaximerande, utan de är dessutom rationella och opportunistiska, vilket innebär att de tar tillfället i akt när möjligheter ges att maximera den egna nyttan, vilket ofta går ut över övriga intressenter såsom aktieägare.

Hypotes 2: *Svenska börsnoterade företag som emitterar aktier använder sig av redovisning som tidigarelägger vinster i årsredovisningen kring en nyemission.*

2.1 Underhypoteser aktiekursutveckling

Det finns, som tidigare nämnts, skilda förklaringar till varför nyemissioner visat sig leda till en negativ aktiekursutveckling jämfört med icke-emitterande företag. Tidigareläggning av vinster innebär att framtida rapporterade vinster minskar (Rangan, 1998; Theo et al., 1998; Shivakumar, 2000). Loughran och Ritter (1995) menar att nyemissioner följs av långsiktigt sjunkande aktiekurser eftersom företagsledningen emitterar aktier när företaget är övervärderat. Theo et al (1998) hävdar att det inte är frågan om enbart timing (att emittera aktier då aktien är övervärderad), utan att det är företagsledningens agerande att låna vinster som egentligen hör till framtiden, som är orsaken till den negativa kursutvecklingen (ibid.). Investerares blir besvikna när de upptäcker de sämre redovisade vinsterna som följer, varefter marknaden korrigerar misstaget, och aktiekursen sjunker (Theo et al., 1998). Företag som tidigarelägger vinster i årsredovisningen redovisar vinster som egentligen hör till framtiden. Framtida vinster minskar därmed, vilket leder till att emitterande företag som tidigarelägger vinster i samband med en nyemission får en sämre aktiekursutveckling än emitterande företag som inte tidigarelägger.

Hypotes 3: *Det finns ett negativt samband mellan redovisning som tidigarelägger vinster och aktiekursutveckling relativt icke-emitterande företag.*

Enligt Fama (1992, 1970) finns det ett starkt samband mellan företagets storlek och aktiernas prissättning. En förklaring är att marknaden har bättre information om större företag vilket leder till lägre transaktionskostnader för investerare och en bättre prissättning av aktien (Stoll & Whaley, 1983). Eftersom prissättningen av aktien fungerar bättre för större företag kan det leda till att anomalier, som exempelvis Loughran och Ritter (1995) menar att företagsledningen utnyttjar, är ovanligare för större företag. Större företag medför dessutom ofta en mindre risk för investerare, vilket också påverkar aktiepriset (Fama, 1992). Famas (1992) studie på amerikanska marknaden visar att mindre företag har en bättre aktiekursutveckling än stora på kort sikt. Däremot är kursutvecklingen mindre stabil och svängningar i aktiekursen är mer dramatiska. Denna studie har ett långsiktigt perspektiv och sträcker sig över fem år. Därför ska kursutvecklingen enligt teorin vara mer stabil för stora

företag och företagsledningen ska ha svårare att profitera på nyemissioner genom att emittera aktier då de anser att aktien är övervärderad.

Hypotes 4: *Det finns ett positivt samband mellan företagsstorlek och aktiekursutveckling relativt icke-emitterande företag.*

Cooney och Kalay (1993), återgivet av Lee (1997), hävdar att nyemissioner även kan leda till positiva aktiekursreaktioner. Det sker enligt Cooney och Kalay när växande företag med stora utvecklingsmöjligheter, vilka befinner sig i utvecklingsfasen av livscykeln, emitterar aktier. Även Myers och Majluf (1984) antyder att det kan finnas en sådan effekt, men de testar dock inte hypotesen. Den positiva reaktionen beror enligt Cooney och Kalay (1993) på att denna typ av företag främst emitterar aktier för att finansiera utvecklingsprojekt, vilket kan uppfattas positivt av marknaden.

Hypotes 5: *Det finns ett positivt samband mellan företag som befinner sig i utvecklingsfasen och aktiekursutveckling relativt icke-emitterande företag.*

Studierna och teorierna som ligger till grund för hypoteserna som hittills utvecklats i denna studie är framtagna utifrån främst amerikanska empiriska underlag, men även engelska. I dessa länder kännetecknas företag av "Integrated Corporation System" där separationen mellan ägare och företag är tydligare än exempelvis i Sverige (Collin, 2006; Maher & Andersson, 2003). Det innebär att företagets intresse i högre grad representeras av företagsledningen eftersom de har mer makt och ett större inflytande. Vidare är det tradition att företagsledningen i dessa länder innehar en större andel aktier i företaget (Marton, 1998). I Sverige finns det ofta en betydligt högre ägarkoncentration, där en eller ett fåtal starka ägare kan identifieras, vilket leder till att aktieägare har större inflytande över företaget och därmed kan företagsledningens möjlighet att agera i egenintresse minskas eller begränsas.

Den negativa aktiekurseffekten av nyemissioner har även påträffats på den tyska marknaden (Stehle et al., 2000) och på den japanska (Kang et al., 1999). Detta är ett intressant resultat för den här studien eftersom ägarstrukturen i japanska och tyska företag är liknande den som finns i Sverige (Maher & Andersson, 2003; Collin, 2006). I Japan och Tyskland finns det liksom i Sverige ett "insider system" med företagsgrupperingar där ägarkoncentrationen i företag är hög och där banker har en viktig roll, inte nödvändigtvis enbart för att förse företag med kapital, utan även som en viktig samordnare av resurser och som en central

punkt i företagsgrupperingarna som tillhandahåller service till företagen (Collin, 2006). Denna typ av företagsgrupperingar som återfinns i Tyskland, Japan, och Sverige, benämns germanska företagsgrupperingar (Collin, 2006).

Mig veterligen har inga studier utförts som visat skillnader på aktiekursutvecklingen efter nyemissioner som en följd av ägarstrukturen. I företag med hög ägarkoncentration kan det finnas stora och inflytelserika ägare med bra insyn i företaget som är aktiva i ledningen (Astami & Towers, 2006). Starka aktieägare finns ofta representerade i styrelsen där de kan bevaka sitt intresse och genom sitt ägande har de stort inflytande över styrelsens komposition. En hög ägarkoncentration innebär således en effektiv övervakning av företaget (ibid.). Vid nyemissioner kan det ha betydelse eftersom det inte är tillräckligt med att företagsledningen anser att företaget ska emittera aktier. Aktieägarnas intresse kan skilja sig från företagsledningens och vid beslut om nyemissioner kan företagsledningen och aktieägare ha skilda åsikter. Starkare aktieägare leder till att beslutet i större grad sker enligt ägarnas intresse. Detta kan betyda att övervärderingar inte utnyttjas i samma utsträckning i företag med hög ägarkoncentration. Enligt ovanstående resonemang finns det därmed ett positivt samband mellan hög ägarkoncentration och aktiekursutveckling efter nyemissioner.

Hypotes 6: *Det finns ett positivt samband mellan hög ägarkoncentration och aktiekursutveckling relativt icke-emitterande företag.*

Broberg (2006) menar att agentkostnaderna och informationsasymmetrin ökar med en hög andel utländskt ägande. Detta kan appliceras på övervärderingshypotesen vilket skulle betyda att svenska bolag med en hög andel utländskt ägande i högre grad kan välja passande tidpunkter för nyemissioner och på så vis, på bekostnad av aktieägare som tecknar sig för nyemissioner, emittera aktier när de anser att aktien är övervärderad.

Hypotes 7: *Det finns ett positivt samband mellan utländskt ägande och aktiekursutveckling relativt icke-emitterande företag.*

Brav, Geczy, och Gompers (2000) hävdar att om det finns en negativ aktiekursutvecklingseffekt av företag som emitterar aktier, finns det en enkel förklaring. Nämligen att företag som emitterar aktier ofta har ekonomiska problem och är i behov av kapital för att säkra sin överlevnad. Nyemissioner kan därmed enligt Brav et al., (2000) vara en indikation på att företaget har likviditetsproblem, och beror inte på att företaget ska

investera i lönsamma projekt som kan öka framtida kassaflöde till företaget och aktieägarna, även om det många gånger ser så ut i emissionsprospekten. Flera nyemissioner av ett företag skulle då kunna vara en indikation på att företaget är i svåra ekonomiska problem med följderna att s.k. "frequent-issuer" presterar sämre än övriga företag som emitterar aktier.

Hypotes 8: *Det finns ett negativt samband mellan frequent-issuers och aktiekursutveckling relativt icke-emitterande företag.*

Loughran och Ritter (1995) menar att det kan finnas marknadsanomalier som kan förklaras av att företag inom vissa branscher är övervärderade, vilket kan leda till att effekten av nyemissionen skiljer sig beroende på vilken bransch företaget återfinns i (ibid.). Då teorin menar att företag emitterar aktier när företagsledningen anser att företaget är övervärderat, hävdar Ritter (1991) att detta kan utnyttjas av företag i hela branscher, som investerare och aktieanalytiker är speciellt optimistiska om. Det kan vid vissa tidpunkter finnas en stor optimism från marknadens sida gällande enstaka branscher (ibid.) Denna undersökning sträcker sig t.ex. över den s.k. IT-bubblan, viken "sprack" någonstans i mitten av tidsperioden. Det är möjligt att det finns en skillnad på nyemissionseffekten för dessa företag jämfört med andra. På samma sätt kan det finnas andra branschspecifika faktorer i andra branscher som gör att marknaden bemöter nyemissionen på olika sätt, vilket får till följd att aktiekursutvecklingen för emitterande företag jämfört med icke-emitterande företag, kan skilja sig branscherna emellan.

Hypotes 9: *Det finns ett samband mellan bransch och aktiekursutveckling relativt icke-emitterande företag.*

2.2 Underhypoteser tidigareläggning av vinster

Om ett företag står inför ett val av redovisningsprinciper är det troligt att de väljer det alternativ som bäst lämpar sig för deras egenintresse (Cullinan, 1999; Scott, 2003, Watts & Zimmerman, 1978; 1979; 1990.). PAT är utvecklad av Watts och Zimmerman (1978) och syftar till att förklara företagsledningens val av redovisningsmetoder utifrån agentteorin. Agenten, d v s företagsledningen, kan i PAT dock inte exploatera aktieägare och övriga intressenter hur som helst. Det finns ramar som sätts upp av samhället och intressenter, som agenten måste hålla sig inom för att beteendet ska anses vara legitimt. Agentteorin kan därför behöva kompletteras med andra sociologiska eller systemorienterade teorier som exempelvis Institutional Theory (Carpenter & Feroz, 2001; Collin et al., 2004). I denna

studie tillämpas dock enbart agentteorin, eftersom syftet är att finna samband mellan nyemissioner och aktiekursutveckling som med utgångspunkt i agentteorin visat sig finnas främst på den engelska och amerikanska marknaden.

En låg ägarkoncentration kan leda till att informationsasymmetrin mellan företagsledning och aktieägare ökar, vilket enligt agentteorin medför att möjligheterna för företagsledningen att emittera aktier när de anser att aktien är övervärderad också ökar. I företag med låg ägarkoncentration har företagsledningen mer makt och aktieägare mindre inflytande. Det är därför troligare att företagsledningen i företag med låg ägarkoncentration kan välja redovisning som tidigarelägger vinster i ett försök att pressa upp aktiepriset vid tidpunkten för en nyemission, utan inblandning från andra makthavare såsom starka aktieägare. Det är också från ett sådant empiriskt material, där ägarkoncentrationen är låg (USA/England), som sambandet tidigare har kunnat påvisas (DuCharme et al., 2004; Shivakumar, 2000; Theo et al., 1998; Rangan, 1998)

Hypotes 10: *Det finns ett negativt samband mellan ägarkoncentration och redovisning som tidigarelägger vinster kring nyemissioner.*

Nationers kontextuella omgivning eller företagssystem påverkar och inskränker företagsledningens val av redovisningsmetoder eftersom företag i olika delar av världen bl.a. är kontrollerade på olika sätt (Weetman, 2006). Enligt Adrem (1999) återgivet av Broberg (2006) medför en hög andel utländskt ägande att agentkostnaderna ökar som en följd av ökad informationsasymmetri pga. kulturella skillnader och attityder kring risktagande etc. Om agentkostnaderna ökar, och informationsasymmetrin blir större, ökar företagsledningens inflytande och kontroll över företaget. Detta kan medföra att svenska bolag med en hög andel utländskt ägande i högre grad kan utnyttja informationsasymmetrin och välja redovisningsmetoder som tidigarelägger vinster kring nyemissioner, med mindre inblandning från ägare som exempelvis ställer krav på redovisat resultat. Att tidigarelägga vinster innebär att framtida vinster minskar, vilket kan vara mer problematiskt för företagsledningen om det finns inflytelserika ägare med stor insyn och kunskap om företaget med krav på höga resultat år efter år.

Hypotes 11: *Det finns ett positivt samband mellan utländskt ägande och redovisning som tidigarelägger vinster i samband med nyemissioner.*

2.3 Hypotessammanfattning

- Hypotes 1:** Svenska börsnoterade företag som emitterar aktier har en negativ långsiktig aktiekursutveckling jämfört med företag som inte emitterat aktier
- Hypotes 2:** Svenska börsnoterade företag som emitterar aktier använder sig av redovisning som tidigarelägger vinster i årsredovisningen kring en nyemission
- Hypotes 3:** Det finns ett negativt samband mellan redovisning som tidigarelägger vinster och aktiekursutveckling relativt icke-emitterande företag
- Hypotes 4:** Det finns ett positivt samband mellan företagsstorlek och aktiekursutveckling relativt icke-emitterande företag
- Hypotes 5:** Det finns ett positivt samband mellan företag som befinner sig i utvecklingsfasen och aktiekursutveckling relativt icke-emitterande företag
- Hypotes 6:** Det finns ett positivt samband mellan hög ägarkoncentration och aktiekursutveckling relativt icke-emitterande företag
- Hypotes 7:** Det finns ett positivt samband mellan utländskt ägande och aktiekursutveckling relativt icke-emitterande företag
- Hypotes 8:** Det finns ett negativt samband mellan frequent-issuers och aktiekursutveckling relativt icke-emitterande företag
- Hypotes 9:** Det finns ett samband mellan bransch och aktiekursutveckling relativt icke-emitterande företag
- Hypotes 10:** Det finns ett positivt samband mellan ägarkoncentration och redovisning som tidigarelägger vinster kring nyemissioner
- Hypotes 11:** Det finns ett positivt samband mellan utländskt ägande och redovisning som tidigarelägger vinster kring nyemissioner

3. Metod

Denna studie bygger på Loughran och Ritters (1995) samt Speiss och Affleck-Graves (1995) tidigare studier som visar att företag som utfört nyemissioner har en negativ aktiekursutveckling. Studien bygger också på forskning av Rangan (1998), Shivakumar (2000) samt Theo et al. (1998) som visar att det finns samband mellan redovisning som tidigarelägger vinster och nyemissioner. Det är möjligt att kombinera studierna då det empiriska underlaget till denna studie är förhållandevis litet, vilket dels är en följd av att Sverige har en relativt liten aktiemarknad (Nobes & Parker, 2004), och dels en följd av att Bolagsverket, där data för variabeln tidigareläggning av vinster, ägarstruktur samt utländskt ägande är insamlad ifrån, inte har datoriserad information från årsredovisningar före 1997. Samtliga företag som ligger till grund för denna studie tillämpade RR:s rekommendationer under tidsintervallet som studien sträcker sig över. Idag tillämpar svenska börsnoterade företag IFRS på koncernnivå, vilket för den sakens skull inte betyder att redovisningen skiljer sig avsevärt från den redovisning som tidigare användes (Nilsson, 2005).

3.1 Urval

Urvalet består av företag från Stockholmsbörsens samtliga listor som genomfört kontantemissioner under åren 1997 till 2001. Någon skillnad mellan de olika listorna på Stockholmsbörsen har inte gjorts eftersom det som förr skiljde företagen på A- och O-listan var storlek, vilket fångas upp av variabeln storlek. Undersökningsperioden sträcker sig t.o.m. fram till nyemissioner som genomförts 2001 eftersom det ska finnas tillgängliga aktiekurser fem år framåt i tiden. Aktiekurser samlas dock in och används i studien om det finns minst två års tillgängliga aktiekurser. Populationen består av 115 företag som utfört nyemissioner under perioden.

Nyemissionerna hänförs till det år då sista teckningsdag inföll. Av dessa 115 emitterande företag har 41 företag gått i konkurs, fusionerat eller avnoterats före den första mättidpunkten i tidsintervallet varav de inte medverkar i studien. Vidare förekommer 29 företag mer än en gång. Det finns skilda tillvägagångssätt på hur s.k. ”*frequent-issuers*” ska behandlas. Shivakumar (2000) utesluter dessa helt. Andra forskare utgår från den första nyemissionen i tidsintervallet och utesluter efterföljande (Bayless & Ray, 2003; Loughran & Ritter 1995; Rangan, 1998; Theo et al., 1998). I Speiss och Affleck-Graves (1995) studie å andra sidan, medverkar samtliga nyemissioner i studien, vilket inte ger något avvikande resultat. Variabeln frequent-issuer är i denna studie nödvändig eftersom det finns en underhypotes som behandlar just frequent-issuers inverkan på aktiekursen. För att göra

resultatet jämförbart med tidigare studier, testas kursutvecklingen både med och utan frequent-issuer. Urvalet består därmed slutligen av 74 företag, fördelade enligt nedan.

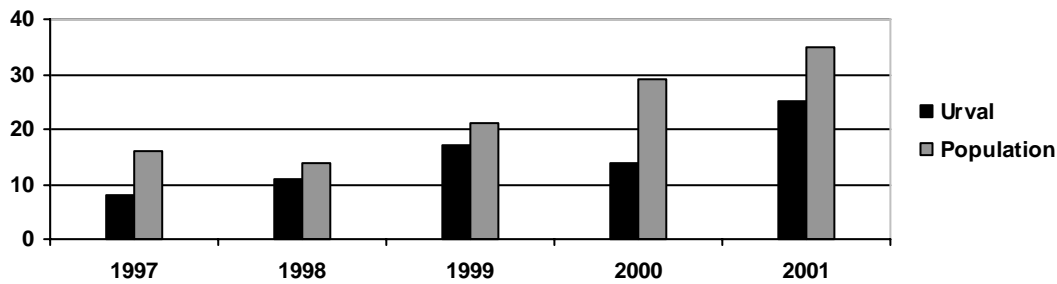


Diagram 1. Antal nyemissioner på stockholmsbörsen 1997 – 2001. Diagrammet visar att 1998 var det år då det förekom minst antal kontantemissioner på Stockholmsbörsen och 2001 var det år det förekom flest.

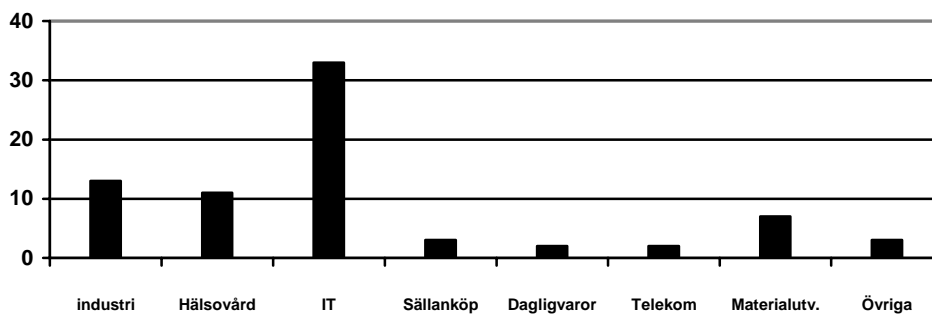


Diagram 2. Studiens urval av nyemissioner indelat branschvis. IT-branschen är med god marginal den mest representerade branschen i urvalet. IT-branschen var i populationen av nyemissioner, med än större marginal, den aktivaste branschen. Det innebär att IT företag i större grad än övriga företag har fusionerat, likviderats eller avnoterats.

Tabell 1 Beskrivande statistik för urvalet året för nyemissionen

(TSEK)	N	Medelvärde	Min.	Max.	St. avv.
Totalt kapital	74	1702639	21000	26097000	3570247
Eget kapital	74	1128602	1051	36942079	4345205
Storlek	74	2 %	0,005 %	78 %	11 %
Nyemission(%)*					

* Nytecknat belopp/Totalt kapital

Tabell 1 visar beskrivande statistik över urvalet och visar att medelvärdet för totalt kapital är ca 1 702 miljoner och ca 1 128 miljoner i eget kapital. Det går också att avläsa att den minsta nyemissionen genererade 2 % av företagets totala kapital, och den största hela 78 %.

3.2 Aktiekursutveckling

Aktiekurserna har tillhandahållits av Nordic Exchange och är justerade för eventuella splittar och dylikt. För att mäta om kursutvecklingen är negativ för företag som utfört nyemissioner jämfört med icke-emitterande företag kontrolleras kursutvecklingen mot en kontrollgrupp (Speiss & Affleck-Graves, 1995; Loughran & Ritter, 1995). Vilket även rekommenderas av Bayless och Jay (2006). Loughran och Ritter (1995) matchar kontrollgruppen enligt kriteriet storlek. Speiss och Affleck-Graves (1995) använder sig av tre kontrollgrupper enligt kriterierna; bransch, Book-to-market värde samt storlek där börsvärde utgör en proxy för storlek. Eftersom Stockholmsbörsen är en förhållandevis liten börs (Nobes & Parker, 2005) har det visat sig vara svårt att matcha kontrollgruppen enligt ovanstående kriterier. Ofta finns det inte tillräckligt många företag inom en bransch som kan matchas. Vidare, inom de branscher där det finns ett flertal företag att välja mellan, ligger ofta börsvärde eller book-to-market värde långt ifrån varandra. Dessutom, när ett företag väl matchats enligt bransch, storlek och Book-to-market värde, har det visat sig att detta företag inte varit aktivt inom hela tidsintervallet.

Denna problematik har lett till att matchningen av företag enbart skett enligt kriteriet bransch³. Det har också lett till att fyra företag förekommer två gånger i kontrollgruppen, eftersom branschmatchningen inneburit att det inte finns något annat alternativ. För att dela in företagen branschvis tillämpas i första hand SCB:s förteckning över verksamhetsarter (SNI 2002), och i andra hand OMX:s branschindelning, vilken inte är lika detaljerad. Det bästa alternativet hade varit att arbeta med flera olika kontrollgrupper vilket torde ge det bästa resultatet eftersom det då lättare går att identifiera effekter som kan härledas till exempelvis bransch eller storlek. Tidsaspekten gör emellertid att det alternativet tyvärr inte är möjligt. Enligt Speiss och Affleck-Graves (1995) kan en matchning med enbart bransch leda till att viktiga företagspecifika variabler snedvrider resultatet. Det finns nämligen många gånger ett positivt samband mellan book-to-market värde och aktieavkastning (Fama & French, 1992; Morelli, 2007). Därför kontrolleras företagens book-to-market värde och storlek i kontrollgruppen med urvalet i studien. Book-to-market värdet beräknas genom att dela eget kapital med marknadsvärdet (ibid.). Resultatet presenteras i tabell 2.

³ En känslighetsanalys på beroendevariabeln *avvikande aktiekursutveckling* hade varit att kasta om matchningen och utföra samma tester för att kontrollera att resultatet blir detsamma. P.g.a. tidsbrist är dock inte detta alternativ möjligt.

Tabell 2 T-test på marknadsvärde, urval ställt mot kontrollgruppen

Medelvärde (MSEK)	N	Marknadsvärde	St. avv.
Urval	67	5561	13307
Kontrollgrupp	65	10801	31364

Ej sig. (p=0,212)

Tabell 3 T-test på Book-to-market värde, urval ställt mot kontrollgruppen⁴

Medelvärde (MSEK)	N	Book-to-market	St. avv.
Urval	65	0,97	0,79
Kontrollgrupp	64	0,58	0,67

sig. (p=0,004)

Tabell 2 visar att det kan finnas en bias mot större företag i kontrollgruppen. Sambandet är dock inte signifikant. Tabell 3 visar att Book-to-market värdet är högre för urvalet och sambandet är dessutom signifikant. Ett högre Book-to-market värde innebär att företagets egna kapital är högre i förhållande till marknadsvärdet.

Att book-to-market värdet är högre för företagen som genomfört nyemissioner behöver inte vara något stort problem för denna studie, eftersom ett högre book-to-market värde enligt forskare ska leda till högre avkastning (Fama & French, 1992; Morelli, 2007). Om det går att påvisa att dessa företag underpresterar, är det mer sannolikt att detta kan hänföras till nyemissionen eftersom de enligt book-to-market värdet ska ha en bättre avkastning. Men det finns även forskare som hävdar att avkastningen inte kan förklaras av Book-to-market värdet (Levis & Liodakis, 2001)

3.2.1 Beräkning av avvikande aktiekursutveckling

För att mäta kursutvecklingen tillämpas BHAR-metoden (Buy and Hold Abnormal Returns) (Ikenberry et al, 1993; Jones, 1991; Konrad & Kaul, 1993; Loughran & Ritter, 1995; Speiss & Affleck-Graves, 1995). Aktiekurserna stäms av månatligen från den dag då sista

⁴ Datamaterialet till tabell 3 är filtrerat från tre extremvärden för att tabellen ska bli mer representativ.

teckningsdag inföll. Fanns det inte någon köpkurs den avsedda dagen, p.g.a. att börsen var stängd eller p.g.a. att det inte förekom någon aktivitet för det avsedda företags aktier, har föregående dag med aktivitet registrerats.

En anmärkning är att kontrollgruppens aktier var något aktivare, d.v.s. det fanns oftare en köpkurs på den månatliga dagen då kurserna registrerades. Detta kan vara ett tecken på att intresset för aktierna i kontrollgruppen är större och därmed kan prissättningen för aktierna fungera bättre. Det kan också betyda att de nuvarande ägarna inte vill sälja sina aktier. För större företag är det dock troligtvis ovanligt, eftersom stora företag vanligtvis har en hög omsättning på aktierna. Detta är ytterligare ett tecken på att det finns en bias mot större företag i kontrollgruppen. Nedanstående formel mäter HPR (Holding-period Returns) för ett företag under en bestämd period (ibid.). HPR-metoden innebär enbart att man tänker sig att aktierna investeras vid en viss tidpunkt och sedan behålls över en bestämd tid.

$$HPR_{(i;a,b)} = \left[\prod_{t=a}^b (1 + A_{it}) \right] - 1$$

$HPR_{(i;a,b)}$ är kursutveckling beräknat för företag i över perioden a till b , och A_{it} är avkastningsdata för företag i på tidpunkten t . Samma formel tillämpas för de matchande företagen. Dessa beräkningar görs sedan för samtliga företag i urvalet från den dagen då sista teckningsdagen inföll och en månad framåt, under en period över fem år (Speiss & Affleck-Graves, 1995). Mellanskillnaden i aktiekursutveckling för emitterande företag jämfört med kontrollgruppen utgör BHAR och är studiens ena beroendevariabel. För en närmre genomgång av mätningen av avvikande aktiekursutveckling enligt BHAR-metoden, se appendix 1. Ett alternativ till BHAR-metoden är CAR-metoden (Cummulative Abnormal Returns), där den avvikande avkastningen beräknas månad för månad, med föregående månad som bas för beräkningen. Denna metod baserar sig dock inte på någon egentlig investeringsstrategi och kan därför medföra ett snedvridet resultat (Loughran & Ritter, 1995; Conrad & Kaul, 1993; Ikenberry et al, 1993). BHAR-metoden används därför uteslutande.

3.3 Tidigareläggning av vinster

För att mäta om företaget väljer redovisningsmetoder som tidigarelägger vinster används en ansats som tidigare använts av Rangan (1998), Jones (1991), Theo et al. (1998) samt Shivakumar (2000). Redovisad vinst består av kassaflöde från den operationella

verksamheten plus periodiseringar. Periodiseringar justerar redovisningen för framtiden med avsikt att ge en rättvisande bild av företagets ekonomiska ställning. Dessa justeringar kan dock missbrukas enligt hypotesformuleringen för att ge en allt för god bild av företagets ekonomiska ställning i dagsläget. Tidigareläggning av vinster mäts i denna studie genom att en regressionslinje används för att beräkna förväntade periodiseringar, vilka sedan jämförs med data för ett visst år (Rangan, 1998; Shivakumar, 2000; Theo et al., 1998).

För att göra *Earnings Managements* – tidigareläggning av vinster – mätbart är det enligt Jones (1991), Theo et al (1998), samt Shivakumar (1998) lämpligt att utgå från förväntade periodiseringar genom en matchningsansats med företag i samma bransch. Rangan (1998) däremot, använder det studerade företagets periodiseringar över en tidsperiod för att beräkna förväntade normala periodiseringar, vilket även görs i denna studie. Beräkningar görs för åren -3 till +3 i förhållande till nyemissionen och jämförs med året för nyemissionen. En jämförelse med andra företag i samma bransch torde dessutom kunna snedvrída resultatet, eftersom det som studeras är om företag som emitterar aktier tidigarelägger vinster året för en nyemission, och inte jämfört med andra företag. Uppstår det positiva differenser mellan de beräknade periodiseringarna jämfört med år 0, anses det vara en proxy för *Earnings Management*. Periodiseringar kan delas in i kortsiktiga och långsiktiga periodiseringar, där kortsiktiga berör vilken period försäljningar och skulder ska hänföras. Långsiktiga periodiseringar berör investeringars nyttjandeperiod och andra långsiktiga bedömningar som ska göras då transaktionen ska hänföras en viss period (Theo et al., 1998; Rangan, 1998; Shivakumar, 2000) Enligt Theo et al. (1998), Rangan (1998) samt Shivakumar (2000) har företagsledningen bättre möjligheter att manipulera kortsiktiga periodiseringar, varav enbart kortsiktiga periodiseringar ligger till grund för denna studie.

Kortsiktiga periodiseringar är intäkter och utgifter som hänförs en period även om utgiften eller inkomsten inträffar i en annan period. Det kan exempelvis vara kreditförsäljningar där prestationen ännu inte är fullgjord. Tidigare studier av Theo et al (1998) och Rangan (1998) är utförda på amerikanska bolag där US-GAAP tillämpas. US-GAAP ställer än högre krav än Redovisningsrådet på när en intäkt ska redovisas. Enligt RR 11 ”intäkter” ska en intäkt redovisas när det är sannolikt att de ekonomiska fördelarna kommer att tillföras företaget, och dessa fördelar kan beräknas på ett tillförlitligt sätt. Enligt US-GAAP, SAB 101, ”Revenue recognition in financial statement” ska en intäkt inte redovisas förrän företaget fullgjort sin prestation, vilket innebär att om betalningen fullgjorts, ska den tas upp som en förutbetalad intäkt. Detta kan innebära att utrymmet för kortsiktiga periodiseringar som

tidigarelägger vinster är större för svenska företag än för amerikanska. Regressionerna som används i denna studie för att beräkna Earnings Management är identiska med Rangan (1998), med skillnaden att underlaget i denna studie är årsredovisningar och inte kvartalsrapporter. Samtliga variabler är delade med ingående balans för totalt kapital för att undvika heteroskedastitet (Theo et al., 1998, Rangan, 1998) För utförligare beskrivning angående regressionerna för beräkning av Earnings Management, se appendix 2.

3.4 Oberoende variabler

Data till oberoendevariablerna är hämtade från företagens årsredovisning det år då nyemissionen inträffade samt från Nordic Exchange. Årsredovisningarna är hämtade från Bolagsverkets databas i Sundsvall.

- ✓ **Storlek:** Storlek mäts som marknadsvärde (Fama, 1992; Speiss & Affleck-Graves, 1995; Loughran & Ritter, 1995). Alternativet är att mäta storlek som totalt kapital, men då referensstudierna Speiss och Affleck-Graves (1995) samt Loughran och Ritter (1995) mäter storlek som marknadsvärde görs det även i denna studie.
- ✓ **Ägarstruktur:** För att mäta ägarkoncentration adderas summan i procent av aktieägare som innehar mer än 10 % av rösterna. Gränsen dras vid 10 % eftersom dessa ägare antas ha ett stort inflytande över företaget. Ett alternativ är att istället addera summan i procent av kapitalet (Astami & Towers). Eftersom det finns ett Dual-share system med aktier som representerar olika många röster i Sverige, mäts ägarkoncentrationen istället genom att addera summan av aktieägare som innehar mer än 10 % av det totala antalet röster. Dessutom gäller den s.k. leolagen sedan 1980-talet för börsnoterade företag i Sverige, vilken innebär att ägare med 10 % eller mer av rösterna, ensamma kan stoppa en nyemission (Särner, 2003).
- ✓ **Utländskt ägande:** Inflytandet av utländska ägare mäts av samma anledning som ovan, genom att beräkna hur stor del av rösterna, och inte av kapitalet, som innehas av utländska aktieägare. I det fall då det finns information speciellt om utländskt röstinnehav används denna information. I annat fall, i brist på alternativ, beräknas variabeln utländskt ägande genom att addera summan av utländska ägares röstinnehav som finns presenterade som stora aktieägare i årsredovisningarna. Detta innebär att den totala andelen utländskt ägande kan bli missvisande eftersom det kan finnas många mindre utländska ägare. Detta torde å andra sidan inte inverka

betydande på resultatet, då dessa eventuella utländska ägare som inte kommer med i studien, är ägare med ett mindre aktieinnehav och därmed mindre inflytande.

- ✓ **Bransch:** Branschindelningen sker enligt OMX:s verksamhetsindelning. De branscher där det endast finns ett fåtal företag representerade registreras som ”övriga”. Branscherna som registreras är: Industri, hälsovård/medicin, informationsteknik, sällanköpsvaror/tjänster, dagligvaror, telekom samt materialutvinning. Eftersom det i en del branscher finns få observationer har dessa slagits ihop till fyra variabler i analysen: Industri, hälsovård/medicin, IT samt övriga.
- ✓ **Utvecklingsfas:** Oberoendevariabeln ”utvecklingsfas” operationaliseras genom att registrera antalet år på börsen, där färre år utgör en proxy för företag som befinner sig i en utvecklingsfas. Detta medför att de kan förekomma bias i variabeln eftersom få år på börsen inte nödvändigtvis behöver betyda att företaget befinner sig i utvecklingsfasen, vilket är en brist i studien. Ett alternativ är att använda sig av företagets ålder (Loughran & Ritter, 1995), men åldern behöver inte heller vara en proxy för utvecklingsfas.
- ✓ **Frequent-issuers:** Variabeln mäts genom att registrera antalet nyemissioner som företagen genomfört i tidsintervallet.

4. Analys

Strukturen i analysen är som följer: Analysen inleds med att sambandet mellan nyemissioner och aktiekursutvecklingen undersöks. Därefter undersöks sambandet mellan tidigareläggning av vinster och nyemissioner samt underhypoteserna till tidigareläggning av vinster. Avslutningsvis testas underhypoteserna till kursutvecklingen. Kolmogorov-Smirnov test har utförts på samtliga variabler för att kontrollera normalfördelningen. I de fall där variablerna inte är normalfördelade, utförs förutom t-test även Man-Whitney eller Wilcoxon test. Detta eftersom icke-parametriska test är mindre känsliga för outliers och kan därmed fånga upp variationer i datamaterialet som ett t-test inte klarar av (Tabachnick & Fidell, 1996). Konfidensgraden i de statistiska testerna har satts till 90 %. Hypoteser där det går att påvisa svaga signifikanser kommer därmed inte att förkastas (Tagesson, Dahlgren, Gamlén och Håkansson, 2005).

4.1 Aktiekursutveckling

För att göra resultatet jämförbart med andra studier utförs tester på kursutvecklingen både med och utan frequent-issuers. Effekten av frequent-issuers kommer dock att undersökas särskilt senare i analysen.

Tabell 3 Genomsnittlig aktiekursutveckling för urvalet respektive kontrollgruppen, med och utan frequent-issuer över 60 månader

	N	Inklusive frequent-issuer	N	Exklusive frequent-issuer
BHR_I	58	0,44	34	0,83
BHR_K	58	0,28	34	0,50
BHAR_T	58	0,16	34	0,33
T-test		Ej sig. (p=0,714)		Ej sig (p=0,629)
Mann-Whitney		Ej sig. (p=0,113)		Ej Sig. (p=0,411)

Tabell över aktiekursutveckling där BHR_I = Buy-and-hold returns för företag som utfört kontantemissioner, BHR_K = Buy-and-hold returns för företag i kontrollgruppen och BHAR_T = Buy-and-hold abnormal returns över perioden T.

Tabell 3 visar en positiv aktiekursutveckling för företag som utfört nyemissioner med 16 % respektive 33 % när frequent-issuer medverkar. Resultatet är förbryllande och är tvärtemot hypotes 1 och vad tidigare studier rapporterat. T-testet och Mann-Whitney testet visar dock att sambandet inte är statistiskt säkerställt. Dessutom är variablerna inte normalfördelade, vilket kan vara en förklaring till resultatet. För att vidare utreda den avvikande aktiekursutvecklingen rensas därför modellen från två extremvärde, samt dess motparter i kontrollgruppen. Därtill delas den genomsnittliga aktiekursutvecklingen upp månatligen för urvalet respektive kontrollgruppen för att se hur aktiekurserna utvecklats inom tidsintervallet. För att göra variablerna mer normalfördelade är samtliga tester i fortsättningen gjorda utan dessa outliers.

Diagram 1. Genomsnittlig aktiekursutveckling

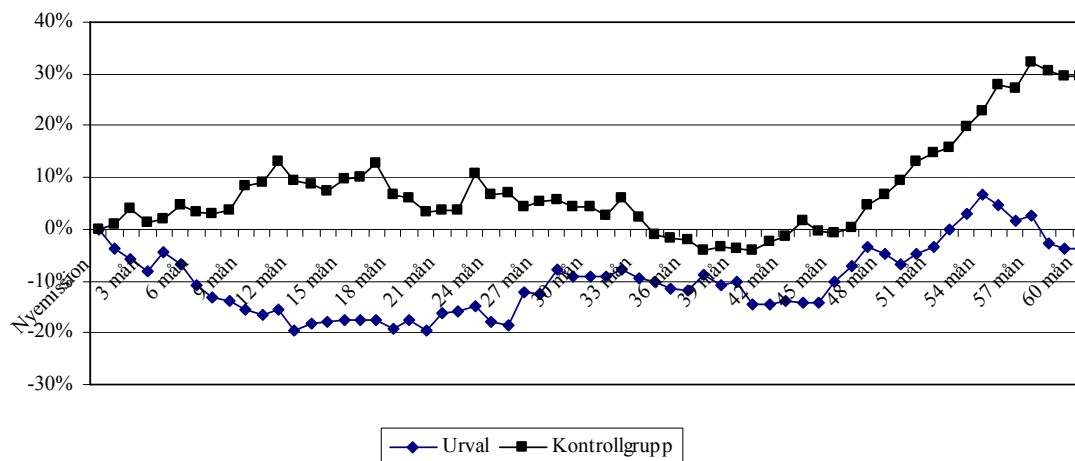


Diagram över genomsnittlig aktiekursutveckling för företag som genomfört kontantemissioner respektive kontrollgruppen rensat från två extremvärde. Diagrammet är endast för att tydliggöra aktiekursutvecklingen för de båda grupperna och representerar endast den genomsnittliga aktiekursutvecklingen för urvalet respektive kontrollgruppen.

Efter ovanstående åtgärder med det statistiska materialet visar diagrammet ovan en genomsnittlig avvikande avkastning för företag som utfört nyemissioner, vilket är i linje med tidigare studier. Diagrammet visar att det är de två första efterföljande åren som det går att se en spridning på aktiekursutvecklingen mellan emitterande och icke-emitterande företag. Därefter är kursutvecklingen förhållandevis likartad, men den avvikande kursutvecklingen som uppstod i samband med nyemissionen finns kvar även under resterande år. I analysen måste datamaterialet justeras så att endast företag som kan matchas med dess motpart i kontrollgruppen kan medverka.

Tabell 4 Modell över årlig aktiekursutveckling

Inklusive frequent-issuer							Exklusive frequent-issuer					
	N	BHR _I	BHR _K	BHAR _T	T-test	Mann-Whitney	N	BHR _I	BHR _K	BHAR _T	T-test	Mann-Whitney
1 År	69	-0,192	0,090	-0,282	0,013*	0,050*	40	-0,329	-0,006	-0,335	0,052†	0,033*
2 År	66	-0,175	0,073	-0,248	0,060†	0,056†	37	-0,142	-0,066	-0,208	0,172	0,317
3 År	62	-0,111	-0,051	-0,162	0,680	0,140	36	-0,004	0,210	-0,206	0,894	0,804
4 År	59	-0,048	0,066	-0,114	0,601	0,098†	33	0,119	0,310	-0,191	0,559	0,568
5 År	56	-0,039	0,278	-0,317	0,227	0,248	32	0,017	0,505	-0,488	0,184	0,067†

* Signifikant på 0,05 % nivå, † Signifikant på 0,10 % nivå

BHR_I = Genomsnittlig buy-and-hold returns för företag *i* som utfört nyemissioner. BHR_K = Genomsnittlig buy-and-hold returns för företag *k* i kontrollgruppen. BHAR_T = Genomsnittlig buy-and-hold abnormal returns för företag *i* jämfört med företag *k* över tiden *t*.

Resultatet från tabell 4 visar att emitterande företag har en negativ avvikande kursutveckling med hela 31,7 % efter fem år relativt icke-emitterande företag. Den negativa kursutvecklingen är emellertid endast signifikant efter ett, två samt fyra år. Efter två år är den avvikande kursutvecklingen 24,8 %. Resultatet av analysen är något förvillande då tidpunkten för mätningen verkar vara avgörande för om det finns en signifikant avvikande aktiekursutveckling efter en nyemission. En förklaring är troligtvis att det finns stora variationer i datamaterialet. Vidare verkar frequent-issuer ha en hög förklaringsgrad till aktiekursutvecklingen eftersom analysen visar en relativt stor skillnad, främst efter fem år, inklusive respektive exklusive dessa företags medverkan. Sammanfattningsvis har analysen visat att det finns en negativ avvikande aktiekursutveckling mellan företag som emitterat aktier och icke-emitterande företag.

Förutom t-test utförs även en regression för att testa om den individuella aktiekursutvecklingen för varje företag (urval + kontrollgrupp) kan förklaras av nyemissionen. Regressionen har utförts på den årliga aktiekursutvecklingen på samtliga fem år. Modellen är endast signifikant efter år 1 och år 2 och endast dessa regressioner presenteras. I regressionen kodas icke-emitterande företag som en etta och företag som emitterat aktier som en tvåa.

Modell 2 Regressionsanalys aktiekursutveckling

Variabler:	Efter ett år			Efter två år		
	B	St. Avv.	Tolerans	B	St. Avv.	Tolerans
BHR_{I,K}	0,380	0,173		0,316	0,197	
Nyemission	-0,287	0,110	1,000	-0,248	0,126	1,000
R² / R² just. / F-värde/ Sig.	0,047 / 0,040 / 6,875 / 0,010*			0,028 / 0,021 / 3,869 / 0,051†		

Modell 2 visar att nyemissioner har en negativ inverkan på kursutvecklingen vilket ytterligare styrker det som tidigare visats. Modellen är signifikant och har en justerad förklaringsgrad på 4 %, vilket är lågt och en följd av att endast en beroendevariabel förklarar kursutvecklingen i modellen. Att undersöka sambandet mellan nyemissioner och aktiekursutvecklingen var studiens ena syfte. Det andra syftet var att undersöka vilken roll redovisningen har i detta, vilket kommer att analyseras härnäst.

4.2 Tidigareläggning av vinster

I tabell 5 visas de kortsiktiga periodiseringarna som representerar tidigareläggning av vinster. Negativa värden innebär att periodiseringarna är mindre än förväntat jämfört med den företagsspecifika regressionen som tidigare beskrivits i metodkapitlet.

Tabell 5. Kortsiktiga periodiseringar i förhållande till de förväntade.

År	N	Std. Avv.	Medelvärde KP/TK
-2	34	0,70	-0,80 %
-1	48	0,75	-0,10 %
0	59	1,10	0,16 %
1	59	0,44	-0,03 %
2	59	0,88	0,07 %
3	54	1,10	0,13 %

Theo et al. (1998) menar att periodiseringarna ska öka kontinuerligt i upptakten till nyemissionen för att vara som störst det år företaget genomför nyemissionen, för att sedan minska de efterföljande åren. Mönster går att se i tabell 3, periodiseringarna ökar från år -2 och är störst år 0 då företagen genomfört nyemissioner. Mönstret de efterföljande åren

skiljer sig dock från vad tidigare studier rapporterat (se Theo et al, 1998). För att kunna påvisa att företag använder sig av redovisning som tidigarelägger vinster måste år 0 skiljas statistiskt från övriga år.

Tabell 6. T-test samt Man-Whitney test på onormala periodiseringar året kring en nyemission jämfört med övriga år i tidsintervallet -2 till +3.

	N	Medelvärde OP, % av TK
Nyemission	59	0,17 %
Övriga år	59	0,02 %

T-test, Ej sig. (p=0,294). Wilcoxon, Ej sig. (p=0,827)

Tabell 6 visar att det inte går att skilja på tidigareläggning av vinster år 0 från övriga år. Samtliga år i tidsintervallet har även ställts emot varandra, dessa presenteras emellertid inte då det inte går att skilja år 0 från något av de övriga åren i tidsintervallet. Hypotesen om tidigareläggning av vinster måste därmed falsifieras. Detta motsäger dock inte att tidigareläggning av vinster kring en nyemission kan ha en inverkan på aktiekursutvecklingen.

4.3 Underhypoteser tidigareläggning av vinster

Enligt underhypoteserna är ägarstrukturen och utländskt ägande faktorer som har en inverkan på företagsledningens möjligheter att tidigarelägga vinster, vilket kan vara en förklaring till att hypotesen måste falsifieras. Därför utförs en multipel regressionsanalys för att undersöka om det finns något samband mellan dessa faktorer.

Modell 2. Multipel regression med tidigareläggning av vinster som beroendevariabel

Variabler	B	St. Avv.	Tolerans
Tidigareläggning av vinster år 0	-0,170	0,408	
Ägarkoncentration	0,117	0,112	0,897
Utländskt ägande	-0,791	1,540	0,897
R²/ R² just. / F-värde/ Sig.	0,067 / -0,049 / 0,559/ 0,582		

Modell 2 visar inte på några samband, vilket kan bero på att variabeln utländskt ägande har väldigt få observationer. Bortfallet beror på att flertalet av företagen inte har publicerat

någon information om utländskt ägande i årsredovisningen. Speciellt mindre företag har utelämnat denna typ av information. Variabeln görs därför om till en dummy variabel. Bortfallen kodas som en nolla och företagen som publicerat information om utländskt ägande som en etta. Det kan möjligtvis vara så att det är mindre förekommande med utländskt ägande i de företag som inte publicerat någon information om andelen utländska ägare.

Modell 3. Multipel regression med tidigareläggning av vinster som beroendevariabel

Variabler	B	St. Avv.	Tolerans
Tidigareläggning av vinster år 0	-0,84	0,193	
Ägarkoncentration	0,058	0,058	0,976
Utländskt ägande	-0,088	0,240	0,976
R² / R² just. / F-värde / Sig.	0,024 / -0,023 / 0,513 / 0,603		

Inte heller nu visar modellen på några som helst samband mellan utländskt ägande och tidigareläggning av vinster, eller mellan ägarstruktur och tidigareläggning av vinster. Resultatet från regressionen leder till att underhypoteserna om ägarstrukturens inverkan på företagsledningens möjligheter att tidigarelägga vinster måste falsifieras.

4.4 Underhypoteser aktiekursutveckling

Det har tidigare framgått att företag som utfört nyemissioner har en negativ kursutveckling de efterföljande två åren efter en nyemission. Ytterligare en multipel regressionsanalys kommer därför att utföras för att se om det går att finna stöd för underhypoteserna som presenterats i teorin. I stort innebar hypoteserna att faktorerna antal år på börsen, ägarkoncentration, utländskt ägande, bransch, samt företag som utfört flera nyemissioner påverkar den avvikande aktiekursutvecklingen relativt icke-emitterande företag. En brist med multipla regressioner är att de är känsliga för multikollinearitet (Tabachnick & Fidell, 1996). Regressionsanalysen inleds därför med en korrelationsmatris, vilken presenteras på nästkommande sida.

Tabell 7 Korrelationsmatris

	1	2a	2b	2c	2d	2e	2f	3	4	5	6	7	8a	8b	8c	8d
1 BHAR	1,000															
2a Tidigareläggning av vinster År -2	0,059	1,000														
2b År -1	-0,094	0,342†	1,000													
2c År 0	0,070	0,008	0,479**	1,000												
2d År +1	0,097	-0,021	0,072	-0,374**	1,000											
2e År +2	-0,074	-0,274	-0,129	0,217	-0,140	1,000										
2f År +3	0,065	-0,075	-0,296†	-0,174	-0,248†	0,223	1,000									
3 Frequent-issuer	-0,123	-0,167	-0,10	0,237†	-0,167	-0,086	-0,047	1,000								
4 Färre år på börsen	0,220†	-0,162	-0,014	-0,192	-0,168	0,086	0,022	0,038	1,000							
5 Utländskt ägande (Dummy)	-0,049	0,010	0,230	-0,171	-0,072	0,070	-0,271†	-0,212†	0,124	1,000						
6 Ägarkoncentration	0,108	-0,033	0,248†	-0,006	0,128	-0,063	-0,081	0,124	0,087	-0,006	1,000					
7 Storlek (börsvärde)	0,145	-0,038	0,063	0,070	0,137	-0,011	0,134	-0,147	0,235†	0,346**	0,003	1,000				
8a Bransch, Industri	0,121	-0,417*	-0,335*	-0,193	0,263*	-0,095	-0,061	0,031	0,202†	-0,189	-0,020	0,463**	1,000			
8b Hälsovård	0,335**	0,057	0,203	-0,045	0,002	0,031	-0,051	-0,103	-0,010	-0,141	-0,039	0,004	-0,154	1,000		
8c IT	-0,270*	0,093	-0,073	-0,010	-0,282*	-0,104	-0,036	0,042	-0,243*	0,090	-0,109	-0,076	-0,432**	0,302**	1,000	
8d Övriga	0,025	0,137	-0,044	-0,104	0,126	0,171	0,123	-0,005	-0,092	-0,172	0,169	-0,330**	-0,281*	-0,196†	-0,551**	1,000

† Signifikant på 0,010 nivå * Signifikant på 0,05 nivå ** Signifikant på 0,001 nivå

Från korrelationsmatrisen kan det konstateras att variablerna tidigareläggning av vinster korrelerar med varandra. Endast variabeln tidigareläggning av vinster det året nyemissionen genomförts kommer att användas i regressionen. I korrelationsmatrisen har variabeln bransch kodats om till fyra dummyvariabler där samtliga övriga branscher ställs mot varje bransch (Djurfeldt, Larsson & Stjärnhagen, 2003). I regressionsanalysen har industribranschen lämnats utanför och används som referensgrupp, eftersom denna även korrelerar med storleksvariabeln. Men oavsett hur variablerna bransch kombineras i regressionen blir modellen i stort oförändrad och signifikansvärdena desamma. Modellen visar att hälsovårdsbranschen urskiljer sig från övriga branscher. Det finns ett positivt samband mellan variabeln hälsovårdsbransch och den relativa kursutvecklingen.

Variabeln utländskt ägande har uteslutits ur de multipla regressionsanalyserna eftersom den har få observationer, vilket sänker förklaringsgraden och trovärdigheten i modellen. Ett t-test samt Man-Whitney test har dock utförts på variabeln utländskt ägande och huvudvariabeln BHAR, vilka inte visar på några samband. Variabeln storlek kan vara en approximation för väldigt mycket annat än det man avser att mäta. Av den anledningen utförs två modeller, en där storlek medverkar, och en utan.

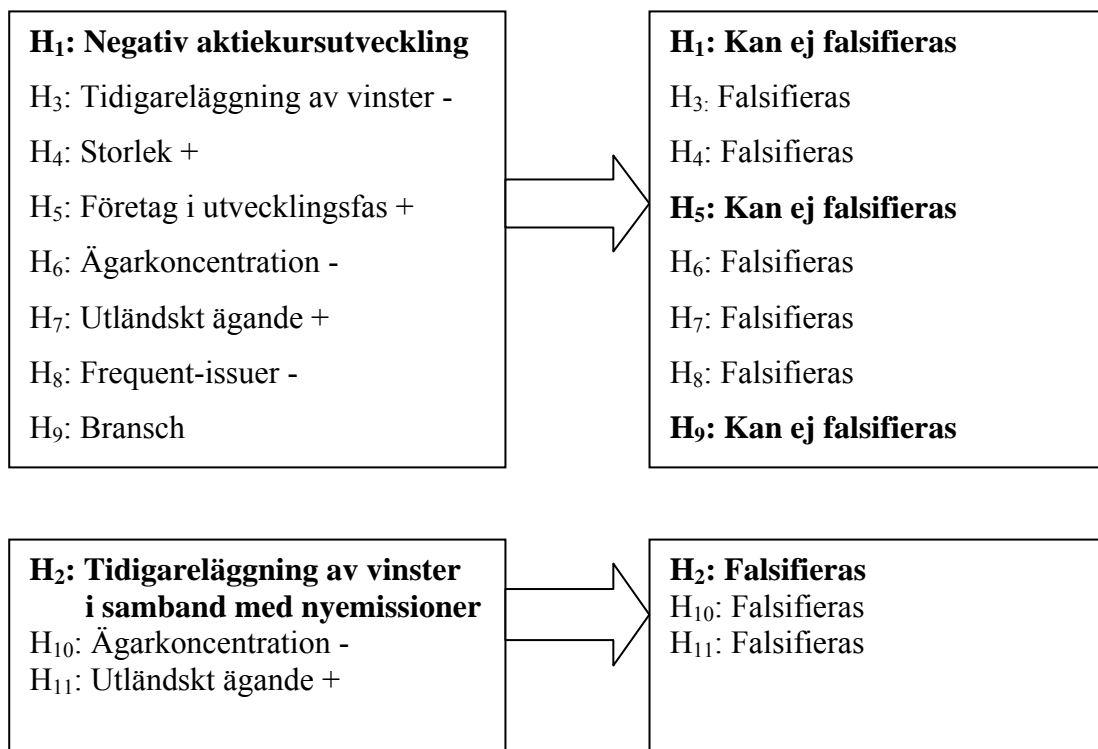
Modell 4 Regressionsanalys med utländskt ägande uteslutet

Variabler:	Modell inklusive storlek			Modell exklusive storlek		
	B	St. Avv.	Tolerans	B	St. Avv.	Tolerans
BHAR	2,335	2,008		0,971	1,218	
Tidigareläggning av vinster	0,123	0,216	0,887	0,124	0,211	0,893
Frequent-issuer	-0,522	0,497	0,884	-0,561	0,478	0,904
Antal år på börsen	0,907†	0,518	0,846	0,916†	0,498	0,843
Ägarkoncentration	0,040	0,053	0,915	0,052	0,128	0,926
Storlek	0,254	0,366	0,608			
Bransch: IT	-0,143	0,886	0,365	-0,152	0,758	0,357
Hälsovård	2,614*	1,096	0,398	2,288*	0,976	0,485
Övriga	-0,553	1,056	0,383	0,094	0,829	0,394
R²/R² just. / F-värde/ Sig.	0,263 / 0,132 / 2,007 / 0,067†			0,261 / 0,154 / 2,426 / 0,033*		

När variabeln storlek utesluts går modellen från att vara svagt signifikant till signifikant på 0,05 procents nivå. Även modellens justerade förklaringsgrad ökar från 13,2 % till 15,4 %. I

övrigt sker det inga större förändringar med oberoendevariablerna. När variabeln storlek är utesluten visar toleransvärdena på att inga korrelationsproblem förekommer. Modell 4 visar ett svagt positivt samband mellan företag som varit noterade få år på börsen och aktiekursutvecklingen. Vidare visar branschvariabeln hälsovård på ett positivt samband. Det innebär att jämfört med hälsovårdsbranschen har övriga branscher en sämre aktiekursutveckling relativt kontrollgruppen. Övriga samband är inte signifikanta. Variabeln bransch är emellertid en variabel som, liksom storlek, kan innehålla förklaringar som det inte finns teoretiskt stöd för i studien (Tagesson et al., 2004). Det finns därför anledning att vara försiktig i slutsatserna angående variabeln bransch. Trots att den bivariata analysen tidigare givit antydningar om att frequent-issuer har en sämre aktiekursutveckling än övriga emitterande företag relativt icke-emitterande företag, kan detta samband inte styrkas. Modellens resultat leder således till att hypotes 5 och 9, som innebar att företag i utvecklingsfasen har en positiv kursutveckling samt att det fanns ett samband mellan bransch och kursutveckling ej kan falsifieras. Övriga underhypoteser angående kursutveckling måste falsifieras.

4.5 Sammanfattande modell över analysen



Slutsats 5

Denna uppsats inleds med citatet ”*se upp för nyemissioner*” av Johansson (2006). Johansson menar att nyemissioner leder till häftiga aktiekurssvängningar och att nyemissioner kan leda till köpläge för dem som tror långsiktigt på ett bolag (Johansson, 2006). Denna studie visar att det finns en negativ effekt på aktiekursen efter nyemissioner vilken avtar efter 1,5 till 2 år efter nyemissionen. Dock finns inget stöd för att aktierna underpresterar i ett femårsperspektiv som tidigare Loughran & Ritter (1995) samt Speiss & Affleck-Graves (1995) visat. Resultatet från denna studie visar således att investerare kan ha som huvudregel att *sälja* sitt innehav när företag utför nyemissioner för att sedan köpa tillbaka aktierna efter 1,5 till 2 år och på så vis undgå den negativa kursutvecklingen samt göra en god vinst på den efterföljande kursutvecklingen. Resultatet pekar också på att undantaget från denna huvudregel är när företag i hälsovårdsbranschen och företag som varit noterade få år på börsen emitterar aktier.

Det empiriska materialet från tidigare studier som behandlar nyemissioner och aktiekursutveckling är främst från USA och England. Denna studie undersöker hur sambandet ser ut på den svenska marknaden, som skiljer sig i många avseende från den engelska och amerikanska. Vidare kombineras två teoretiska modeller från tidigare studier och sambandet mellan aktiekursutveckling och nyemissioner undersöks (t.ex. Loughran & Ritter, 1995; Speiss & Affleck-Graves, 1995) såväl som sambandet mellan nyemissioner och redovisningsmanipulation (t.ex. Theo et al, 1998; Rangan, 1998). Att kombinera modellerna medför att möjligheter finns att se en eventuell effekt av redovisningsmanipulation på aktiekursutvecklingen efter nyemissioner.

Studien skiljer sig också från tidigare inom området eftersom det presenteras underhypoteser utifrån faktorn ägarstruktur, vilket är vanligt inom mer redovisningsinriktade studier. Syftet är att förklara att agentens möjligheter till att agera opportunistiskt kan begränsas av ägarstrukturen, vilket kan ha betydelse för emissionsbeslutet men också för den finansiella redovisningen inför nyemissionen. För detta finner dock studien inget stöd. Jag kan heller inte styrka att det förekommer redovisningsmanipulation, eller att redovisningsmanipulation påverkar aktiekursen efter nyemissioner.

En viktig slutsats är att branschen verkar ha inverkan på hur marknaden bemöter nyemissioner. Bransch är emellertid en variabel som kan innehålla många förklaringar. En förklaring till att hälsovårdsbranschen utmärker sig positivt kan bero på att det är en forskningsintensiv bransch. Möjligtvis ger det andra signaler till marknaden när forskningsintensiva branscher emitterar aktier. Det kan uppfattas som att nya upptäckter gjorts och att företagen behöver kapital för att få ut produkten på marknaden, och därmed är det motivet till nyemissionen som har stor betydelse. Studien visar även att företag som varit noterade färre år på börsen utmärker sig positivt, vilket också är ett tecken på att det är investeringsdrivna nyemissioner som utmärker sig positivt i Sverige.

En förklaring till att resultatet från denna studie skiljer sig från studier från USA/England, vilka visat att redovisningsmanipulation förekommer i samband med nyemissioner kan vara de institutionella och kontextuella skillnader som finns. Det har tidigare framgått att informationsasymmetrin mellan aktieägare och företagsledning är mindre i Sverige. Det finns ofta stora aktieägare med mycket makt i svenska företag. Dessa aktieägare har ofta ett stort inflytande och därmed också bra insyn i företaget. Det kan därför vara svårare för företagsledningen att missleda aktieägare vid nyemissioner. I USA är det vanligt med öppna kontantemissioner som är riktade mot hela aktiemarknaden (Brealey & Myers, 1991), medan kontantemissioner i Sverige vanligtvis är försedda med företrädesrätt för befintliga aktieägare. Detta tillsammans med att det många gånger finns en hög ägarkoncentration i svenska företag gör att det troligtvis finns större insyn och därmed mer information som ligger till grund för investerares beslut. Däremot kan stora och inflytelserika aktieägare leda till minoritetsexploatering där stora aktieägare exploaterar övriga aktieägare genom att se till att företaget emitterar aktier när det passar deras intresse i företaget. Det kan vara förklaringen till att resultatet pekar på att det även i Sverige finns en negativ aktiekurseffekt av nyemissioner, även om den inte är lika långvarig som i USA/England.

Att 8 av 11 hypoteser falsifierats kan bero på att det är fel på teorierna, men det kan också vara fel på datamaterialet. Resultaten pekar åt samma håll som hypoteserna, men signifikanta samband går inte att finna, vilket kan vara en indikation på att teorierna är korrekta. Theo et al (1998) utgår från närmare 3000 nyemissioner för att beräkna tidigareläggning av vinster, och Loughran och Ritter (1995) lika många för att beräkna kursutveckling, vilket kan jämföras med 74 nyemissioner i denna studie. Detta är dels en följd av den ringa storleken på den svenska aktiemarknaden, och dels en följd av att

information om nyemissioner, eller information från årsredovisningar, för åren innan 1997 ej varit tillgängliga.

Resultatet från studien som visar att företag som utfört nyemissioner har en negativ aktiekursutveckling kan tolkas på två sätt. Det kan tolkas som att företagsledningen emitterar när de anser att aktien är övervärderad. Men det finns även forskare som hävdar att den negativa aktiekursutvecklingen beror på att företag som emitterar aktier ofta är sämre presterande företag, och att majoriteten av företagen emitterar aktier av anledningen att de är i mer eller mindre finansiell kris, därav den negativa kursutvecklingen (Brav et al., 2000). Dessa signaler tror jag nyemissioner kan ge på den svenska aktiemarknaden. Den svenska aktiemarknaden är mindre än exempelvis den amerikanska och kapitalet är troligtvis mer trögrörligt mellan aktieägare och företag. Om kapitalet är rörligt ska nyemissioner och utdelningar ske kontinuerligt när företag har underskott respektive överskott av kapital. På så sätt arbetar kapitalet hela tiden eftersom företag använder kapitalet vid behov, och när de inte är i behov av kapital kan aktieägare investera i andra företag. I Sverige sitter många företag på stora kassor och kan därför själva finansiera nya investeringar, vilket leder till att när företag väl emitterar aktier kan detta uppfattas som negativt av marknaden, med undantag för företag i forskningsinriktade och investeringsdrivna branscher samt företag som befinner sig i utvecklingsfasen.

5.1 Förslag till vidare forskning

Denna studie följer den tidigare metodtraditionen på området. Det skulle vara intressant att genom kvalitativa studier där företagsledningar intervjuas för att försöka finna stöd för att företagsledningen resonerar på det sätt som övervärderingshypotesen menar. Kanske har de en helt annan syn på saken. I studien har jag även försökt finna stöd för att företagsledningen tidigarelägger vinster i samband med nyemissioner. Inom redovisningen finns det omfattande teori som syftar till att förklara företagsledningens val av redovisningsmetoder. Jag har enbart utgått från agentteorin, och enbart i samband med nyemissioner. Ett alternativ är att utifrån teorier om redovisningsval förklara vilka faktorer som påverkar tidigareläggning av vinster enligt samma metod. Felkällorna till metoden att beräkna tidigareläggning av vinster är emellertid många. Att enbart inrikta sig på en viss bransch, där redovisningen torde följa vissa riktlinjer och vara mer likartad, kan medföra att felkällorna reduceras och resultatet blir mer korrekt.

Ett genomgående problem med studien har varit att data inte finns tillgänglig för att göra en omfattande analys av företagens nyemissioner som kan jämföras med tidigare studier på området. Om det vore möjligt att finna information om nyemissioner som utförts tidigare än 1997, låt oss säga från 1980 talet och framåt, finns det tendenser i den här studien som visar att resultaten kunde ha blivit jämförbart med tidigare studier på området. Det vill säga att emitterande företag inte bara underpresterar de efterföljande två åren, utan även i det femårsperspektiv som tidigare studier visat. Tidpunkten för mätningarna till denna studie är gjorda då sista teckningsdagen inföll. I framtida studier kan det vara klokt att utgå från en mättidpunkt innan emissionen offentliggjorts eftersom aktiekursen då är helt obefläckad av emissionen. Det skulle även medföra att annonseringseffekten av nyemissioner kan studeras.

Appendix 1

Beräkning av avvikande aktiekursutveckling

Beräkning av avvikande aktiekursutveckling sker enligt BHR-metoden. Vilket innebär att BHAR (buy-and-hold abnormal returns) beräknas genom att beräkna aktiekursutvecklingen från företag som utfört nyemissioner enligt formeln.

$$HPR_{(i;a,b)} = \left[\prod_{t=a}^b (1 + A_{it}) \right] - 1 \quad (1)$$

Där $HPR_{(i;a,b)}$ är avkastning beräknat för företag i över perioden a till b , och. A_{it} är avkastningsdata för företag i på tidpunkten t . Samma beräkning utförs sedan på kontrollgruppen som består av företag som matchats branschvis med företagen som utfört nyemissioner.

$$HPR_{(k;a,b)} = \left[\prod_{t=a}^b (1 + A_{kt}) \right] - 1 \quad (2)$$

Där $HPR_{(k;a,b)}$ är avkastning beräknat för företag k (företag i kontrollgruppen) över perioden a till b . Därefter beräknas BHAR, vilket definieras som:

$$BHAR_{it} = HPR_{(i;a,b)} - HPR_{(k;a,b)} \quad (3)$$

Appendix 2

Beräkning av Earnings Management

Metoden för att beräkna tidigareläggning av vinster är identisk men Rangan, (1998), med skillnaden att underlaget till denna studie utgörs av årsredovisningar och inte av kvartalsrapporter. Inledningsvis beräknas kortsiktiga periodiseringar vilket definieras som:

$$KP = [\Delta OT - \Delta KASSA] - [\Delta KS - \Delta LS] \quad (1)$$

KP = Kortfristiga periodiseringar, OT = Omsättningstillgångar, KS = Kortfristiga skulder, och LS = Långfristiga skulder. Enligt Rangan, (1998) samt Theo et al., (1998) finns det ett samband mellan kortsiktiga periodiseringar och förändringar i intäkter samt förändringar i kostnad för sålda varor. Sambandet förklaras av regressionslinjen:

$$KP_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i}\Delta INT_{it} + \beta_{2i}\Delta KOSV_{it} + \varepsilon_{it}, \quad (2)$$

ΔINT_{it} = Förändring i intäkter för företag i under år t , $\Delta KOSV_{it}$ = Förändring i kostnad sålda varor för företag i under år t . En regression för samtliga företag i urvalet utförs därför med samtliga år som det finns tillgängligt data för, i mitt fall -2 till +3 år i förhållande till nyemissionen. Rangan (1998) använder ej den finansiella rapport som ska studeras i regressionen. På grund av det ringa antalet observationer som finns att tillgå, använder jag även året för nyemissionen i regressionen, vilket troligtvis gör att tidigareläggning av vinster blir svårare att upptäcka, men mönstret torde finnas där. Koefficienterna β_{1i} och β_{2i} som beräknas genom regression (2), som förklarar sambandet mellan kortsiktiga periodiseringar och variablerna ΔINT_{it} samt $\Delta KOSV_{it}$ används sedan och sätts in i formeln nedan för att beräkna "förväntade" kortsiktiga periodiseringar.

$$ONKP_{ip} = KP_{ip} - (b_{0i} + b_{1i}[\Delta INT_{ip} - \Delta KF_{ip}] + b_{2i}\Delta KOSV_{ip}) \quad (3)$$

$ONKP_{ip}$ = Onormala kortsiktiga periodiseringar för företag i under år p , ΔKF_{ip} = Förändring i kundfordringar för företag i under år p . Ovanstående formel ger förväntade kortsiktiga periodiseringar, vilket jämförs med observerade kortsiktiga periodiseringar för det år som ska studeras vilka beräknas enligt (1). Mellanskillnaden mellan förväntade kortsiktiga periodiseringar och de observerade utgör onormalt höga periodiseringar eller "Earnings Management"

Referenser

Agnblad, J., Berglöf, E., Högfeltd, P., & Svancar, H. (2001) Ownership and Control in Sweden: Strong Owners, Weak Minorities, and Social Control. *The Control of Corporate Europe*, Oxford University Press, Oxford, pp 221-258.

Asquith, P., & Mullins, D. W. (1986) Equity issues and offering dilution. *Journal of Financial Economics*, Vol 15, No 1-2, pp 61-89.

Astami E. W., Tower G. (2006) Accounting-policy choice and firm characteristics the Asia Pacific region: An international empirical test of Costly Contracting Theory. *The International Journal of Accounting*. No 41, pp 1-21.

Bayless, M., & Jay, N. R. (2003) Is the performance of firms following seasoned equity issues anomalous. *Journal of Banking and Finance*, No. 27, pp 1273 – 1296.

Berens J. L & Cuny, C. J. (1995) The capital structure puzzle revisited. *The Society for Financial Studies*. Vol 8, No 4, pp 1185 – 1208.

Brav, A., Geczy, C., & Gompers, C., A. (2000) Is the abnormal return following equity issuances anomalous?, *Journal of Financial Economics*, Vol 56, pp 209 – 249.

Brealey, R. A & Myers, S. C. (1991) *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill inc. USA. ISBN: 0-07-007405-4

Broberg, P. (2006) *Vad förklarar variationer I frivillig information*. Kristianstad: Högskolan i Kristianstad.

Brown, P., Gallery, G., & Goei, O. (2006) Does market misvaluation help explain share market long-run underperformance following equity issue. *Accounting and Finance*. No. 46, pp 191-219.

Carpenter, V.L, & Feroz, E.H. (2001) Institutional Theory and accounting rule choice: an analysis of four US state governments' decision to adopt generally accepted accounting principles. *Accounting, organization and society*, 26, pp 565 – 566.

Collin, S. (2006). THE MASTERING OF THE CORPORATION: AN INTEGRATED VIEW OF CORPORATE GOVERNANCE. *Kristianstad University College*, Kristianstad

Cooney, J., Kalay, A. (1993) Positive Information from Equity Issue Announcements, *Journal of Financial Economics*, No. 33, pp 149 – 172.

Conrad, J., & Gautam, K. (1993) Long-term market overreaction or biases in computed returns?, *Journal of Finance* Vol 47, pp 39 – 63.

Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (1995) *Valuation Measuring and Managing the Value of Companies*. Mckinsey & Company, Inc. N.Y. ISBN 0-471-08627-4.

Cullinan, C. P. (1999) International Trade and Accounting Policy Choice: Theory and Canadian Evidence. *The International Journal of Accounting*, Vol 34, No 4, pp 597-607.

Deegan, C., & Unerman, J. (2006) *Financial Accounting Theory*, The McGraw-Hill Education. (UK). ISBN 0-07-710896-5.

Djurfeldt, G., Larsson, R., & Stjärnhagen, O. (2003) Statistisk verktygslåda – samhällsvetenskaplig orsaksanalys med kvantitativa variabler. Studentlitteratur. ISBN 91-44-04147-0.

Ducharme, L. L., Malatesta, P. H., & Sefcik, S. E. (2000) Earnings management, stock issues, and shareholder lawsuits. *Journal of Financial Economics*, No 71, pp 27-49.

Eckbo, B. E., Masulis, R. W., & Norli, Ø. (2000) Seasoned public offerings: resolution of “the new issues puzzle”. *Journal of Financial Economics*, No. 56, pp 251 – 291.

Fama, E. F. (1970) Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, Vol. 25, No 2.

Fama, E. F., & French, K. (1992) The cross-section stock return of expected stock returns. *Journal of Finance*, Vol 47 pp 42 – 465.

Fama, E. F. (1998) Market Efficiency, long-term returns, and behavioural finance. *Journal of Financial Economics*. No. 49, pp 283 – 306.

FAR samlingsvolym. (2006) Del 1. Far Förlag. Stockholm

Fields, D.T., Lys, Z.T., & Vincent L. (2001) Empirical research on accounting choice. *Critical Perspectives on accounting* 16, (2005) pp 851-873.

Gandemo, B. (1990) Kreativitet i årsredovisningar. Liber, ISBN: 91-40-31049-3

Hagelin, A-C., & Retzlaff, C. (1998) *The long-run Underperformance of Firms conducting Seasoned Equity Offerings*. Master's thesis, Department of Finance, Stockholm School of Economics

Holthausen R. W., & Leftwich R. W. (1983) The economic consequences of accounting choice: Implications of Costly Contracting and monitoring. *Journal of Accounting and Economics*. 5, pp 77-117.

Ikenberry, D., Lakonishok, J., & Vermaelen, T. (1993) Market reaction to open market share repurchases. *Journal of Financial Economics* Vol. 39 pp 181 – 208.

Jeanneret, P. (2005) Use of the Proceeds and Long-term Performance of French SEO Firms. *European Financial Management*. Vol. 11 pp 99 – 122.

Jensen M., Meckling W. (1976) Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, pp 60-305.

Jo, H., & Kim, Y. (2007) Disclosure Frequency and Earnings Management. *Journal of Financial Economics*, Vol 84, pp 561 – 590.

- Johansson, N. (2006) Se upp för nyemissioner. *Veckans Affärer*. Tillgänglig från URL: < http://ekonominyheterna.se/va/magasin/2006/50/se_upp_for_nyemissioner/>
- Kabir, R., Cantrijn, D., & Jeunik, A. (1997) Takeover defenses, ownership structure and stock returns in the Netherlands: An empirical analysis. *Strategic Management Journal*, Vol 18, pp 97-109.
- Kang, J-O., Kim, Y-C. (1999) The underreaction Hypothesis and the new equity puzzle: Evidence from Japan. *Review of Financial Studies*. Vol. 12 pp 519 – 534.
- King, R. D., & Langlis, J. C. (1998) Accounting diversity and firm valuation. *The International Journal of Accounting*, Vol. 33, No. 5, pp 529-567.
- Lee, H. W. (1997) Post Offering Earnings Management that issues seasoned Equity: The Role of Growth Opportunities. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 37, No. 1, pp 97 – 114.
- Levis, M., Liodakis, M. (2001) Contrarian strategies and investors expectations: the UK evidence. *Financial Analysts Journal*, 57(5), pp 43 – 56.
- Loghran, T. & Ritter, J. R. (1995) The new issues puzzle. *Journal of Finance*. Vol. 50, No. 12, pp 23-51.
- Maher, M. & Andersson, T. (2003) Corporate Governance: Effects on firm performance and economic growth, in Cornelius, P. K., & Kogut, B (eds), *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy*, Oxford University Press, Oxford, pp 386 – 418.
- Masulis, R. W & Korwar, A. N. (1986) Seasoned equity offerings: An empirical investigation. *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, No 1-2, pp 91-118.
- Marton J. (1998) ACCOUNTING AND STOCK MARKETS: A Study of Swedish Accounting for international Investors and Analysts. BAS Göteborg, ISBN 91-7246-145-4
- Mayer, C. (1994) Stock-markets, financial institution, and corporate performance, in Dimsdale, N., & Prevezer, M., *Capital Markets and corporate governance*, ch 9, Oxford: Clarendon Press, pp 179-194.
- Morelli, D. (2006) Beta, Size, Book-to-market equity and returns: A study based on UK data. *Journal of Multinational Financial Management*. Vol. 17 pp 257 – 272.
- Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984) Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, No 2, pp 187-221.
- Nilsson, S. (2005) *Redovisningens normer och normbildare*. Studentlitteratur, Lund, ISBN: 91-44-04398-8
- Nobes C., Parker R. (2004) *Comparative International Accounting*. Pearson Education (UK). ISBN 0-273-68753-0

Rangan, S. (1998) Earnings management and the performance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*. No 50, pp 101-122.

Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan B. D. (2006) *Fundamentals of corporate finance*. ISBN: 0-07-299121-6 McGraw-Hill Irwin, New York, US

Scott, W.R., (2003) *Financial Accounting Theory*, Prentice Hall, Toronto
ISBN 0-13-065577-5

Särner, A. (2003) *Management Buyout*, Juridiska fakulteten vid Lunds universitet. Lund, Sweden.

Shivakumar, L. (1999) Do firms mislead investors by overstating earnings before seasoned equity offerings? *Journal of Accounting & Economics*, No. 29, pp 339-371.

SNI2002: Tillgänglig från URL:

<http://www.scb.se/Grupp/Foretagsregister/_Dokument/050111snisorterad.pdf>

Speiss, K & Afleck-Graves, J. (1995) Underperformance in long-run stock returns following seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*. Vol. 38, pp 243-267.

Stehle, R., Ehrhardt, O., & Przyborowski, R., (2000). Long-run stock performance of German initial public offerings and seasoned equity issues. *European Financial Management*. Vol. 6 pp 173 – 196.

Stoll, H. R., & Whaley, R. E., (1983). Transaction cost and the small firm effect. *Journal of Financial Economics*. Vol. 12, pp 57 – 79.

Tagesson, T., Dahlgren, M., Gamlén, M. & Håkansson, M. (2005) Swedish Managers' attitude towards the implementation of IASB's standards – The relationship between attitudes towards implementation and internationalisation of the corporation, *Financial Reporting, Regulation and Governance*, (4) 2.

Tabachnick, P. & fidell, L. (1996) *Using Multivariate Statistics* (3:rd edition) HarperCollin College. ISBN 0-673-99414-7

Theo, S. H, Welch, I., & Wong, T. J. (1998) Earnings management and the under-performance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*. Vol. 50, pp 63-99.

Watts, R.L., & Zimmerman, J.L. (1978) Towards a positive Theory of the determination of accounting standards. *The Accounting Review*. Vol. 53, No. 1, pp 112 – 134.

Watts, R.L., & Zimmerman, J.L. (1979) The Demand for and Supply of Accounting Theories: The Market for Excuses. *The Accounting Review*. Vol. 54, No. 2, pp 273-305.

Watts, R.L., & Zimmerman, J.L. (1990) Porsitive Accounting Theory: A Ten Year Perspective. *The Accounting Review*. Vol. 65, No. 1, pp 131- 156.

Weetman P. (2006) Discovering the international in accounting and finance. *The British Accounting Review*. No 38, pp 351-379.

Weigland, J. & Lehman, E. (1999) Does the Governed corporation perform better? Governance structures and the market of corporate control in Germany, presented at the Annual Meeting of the European Finance Association, Helsinki.