

# Egenkapitalutvidelser ved Oslo Børs

Erlend Kvaal og Bernt Arne Ødegaard

Mar 2011

Kommer i *Praktisk Økonomi og Finans*

## Sammendrag

I denne artikkelen beskriver vi empirisk utvidelser av egenkapitalen i selskaper på Oslo Børs i perioden etter 1980. Vi viser hvor mange selskaper som allerede er børsnotert innhenter av ny kapital, og vi ser på egenskaper ved disse selskapene. Det er to emisjonstyper: rettede emisjoner og tegningsrettsemisjoner. Her viser vi tall for prising av emisjoner fordelt på emisjonstype og beregner den typiske underkursen for kapitalutvidelser ved Oslo Børs. Våre beregninger for Oslo Børs sammenligner vi også med tall for andre børser, som NYSE, London, Frankfurt, København og Stockholm.

## 1 Innledning

En viktig motivasjon for selskapers beslutning om å gå på børs er at børsen er en kapitalkilde for egenkapital, først ved børsintroduksjonen (IPO–Initial Public Offering) og senere ved egenkapitalutvidelser (SEO–Seasoned Equity Offering). I denne artikkelen ser vi på bruken av egenkapitalutvidelser som kanal for innhenting av kapital på Oslo Børs i perioden etter 1980. Vi har to hovedtemaer. Først ser vi på hvor viktig denne kanalen er for den norske økonomien ved å se på aggregerte tall for Oslo Børs. Hvor mye kapital hentes inn til norske selskaper ved egenkapitalutvidelser, og hvor mye er dette i forhold til de beløp som hentes inn ved andre emisjoner eller i forhold til det som utdeles som utbytte (dividende)? Deretter ser vi på hvordan kanalen fungerer. Spesielt ønsker vi å se på kostnadene for selskapene av å bruke denne kanalen. For å finne ut av dette må vi gå mer detaljert inn i hvordan emisjoner gjennomføres i praksis, samt å se på tall fra enkeltemisjoner. For å få perspektiv på kostnadstallene fra Oslo Børs vil vi til slutt gjøre noen internasjonale sammenligninger. Vi ser også på hvor godt observasjonene fra Oslo Børs samsvarer med andre børser rundt om i verden.

Artikkelen er i hovedsak deskriptiv. Vi ser på noen trekk ved egenkapitalutvidelser i Norge og i andre land og presenterer empiriske observasjoner. Det finnes en omfattende akademisk litteratur om

foretaks finansieringsadferd som vi i liten grad kommer inn på.<sup>1</sup> Avslutningsvis skal vi imidlertid nevne noen teorier om hvorfor bruken av noen emisjonstyper tiltar mens bruken av andre emisjonstyper avtar.

Artikkelen er bygd opp slik: I del 2 vil vi kortfattet drøfte hva vi forstår med egenkapitalutvidelser på Oslo Børs, og vise hvordan de typisk gjøres. Vi går også inn på hvilke datakilder vi har benyttet. I del 3 ser vi på totaltall for Oslo Børs. Hvor mye hentes typisk inn i løpet av et år, og hvor mye utgjør kapitalutvidelsene av hele børsen? Vi ser deretter i del 4 på hvordan karakteristika ved selskapene påvirker deres emisjonsvirksomhet. I del 5 går vi inn på graden av underprising for emisjoner ved Oslo Børs. Del 6 inneholder internasjonale sammenligninger. I del 7 viser vi til empiriske undersøkelser som har forsøkt å forklare utviklingen i bruken av ulike emisjonstyper. Del 8 inneholder en kort oppsummering.

## 2 Markedet og datakilder

### 2.1 Definisjoner

Når et selskap utvider egenkapitalen, utstedes nye aksjer. I følge aksjeloven har eksisterende aksjonærer førsterett til de nye aksjene. I Norge har den dominerende typen av egenkapitalemisjoner tradisjonelt vært tegningsrettsemisjoner (eng: "rights of

<sup>1</sup>For en oppsummering av den akademiske litteraturen viser vi til Eckbo, Masulis og Norli (2007) og referansene i denne artikkelen.

fers”). Dette sikrer at hver “gammel” aksjonær får rett til en forholdsmessig andel av de nye aksjene ved at aksjonæren får tildelt tegningsretter som er nødvendige for å kjøpe de nye aksjene. Hvis aksjonæren ønsker å delta i emisjonen, brukes tegningsrettene. Ellers kan tegningsrettene selges.

Alternativet til tegningsrettsemisjoner er rettede emisjoner (eng. “private placements”). Ved en rettet emisjon selges de nye aksjene til én eller flere aksjonærer. De kan utgå fra de gamle aksjonærer, men like ofte er de ikke det. For at et selskap skal kunne gjennomføre en rettet emisjon, må den godkjennes av eksisterende aksjonærer gjennom vedtak på generalforsamlingen. Et typisk generalforsamlingsvedtak er at ledelsen får fullmakt til å utvide egenkapitalen opp til en gitt prosentandel.

## 2.2 Datakilder

For Norge henter vi informasjon om alle kapitalutvidelser siden 1980 fra rapporter om “corporate events” fra Oslo Børs Informasjon.<sup>2</sup> Vi bruker alle observasjoner der det er registrert en pris som er benyttet ved kapitalutvidelsen, og at aksjen er notert på børsen i samme periode.<sup>3</sup>

I tillegg til data fra Oslo Børs har vi innhentet data fra Dealogic for å undersøke om det er systematiske avvik mellom Oslo Børs og børser i andre land. Dealogic er et engelsk børsnotert selskap som siden 1980-tallet har bygget opp en database over store kapitaltransaksjoner med sikte på kommersiell utnyttelse. Selskapet har en partneravtale med forlaget Euromoney, som utgir tidsskrifter og publikasjoner om finansmarkedene. Dealogics database brukes i hovedsak av finansanalytikere, investeringsbanker og andre aktører innenfor verdipapirhandel. Dealogics database har et globalt virkefelt og dekker mer enn 150 børser. Utgangspunktet er registrering av enkeltransaksjoner, men databasen er tilrettelagt for å trekke ut tidsserier på basis av disse. Det kan reises spørsmål om fullstendigheten av observasjoner. Ved innsyn i basen er det åpenbart at observasjoner i tidlige år (for eksempel på 1980-tallet) har vært mer selektive og med færre registrerte parametre enn senere observasjo-

<sup>2</sup> Produktet kalles for “equity feed.” Dokumentasjon er tilgjengelig på Oslo Børs sin hjemmeside, under seksjonen om «markedsdata».

<sup>3</sup> Når vi ser på underprising fjerner vi noen feilkilder. Vi filtrerer bort tilfeller hvor aksjen splittes i samme perioden som kapital innhentes, og tilfeller hvor prisen er registrert i en annen valuta enn NOK. (Det er spesielt rettede emisjoner som gjøres i andre valutaer.) Vi filtrerer også bort tilfeller hvor prisen er ekstremt forskjellig fra aksjekursen. (Dette er tilfeller hvor det er sannsynlig at det er feil i prisen registrert i Oslo Børs. Det er flere tilfeller hvor emisjonskursen er flere hundre prosent større eller mindre enn dagens aksjekurs. Vi filtrerer derfor bort tilfeller hvor forskjellen mellom aksjekurs og tilbudspris utgjør mer enn 90 % av dagens aksjekurs.)

ner. I de fleste vesteuropeiske markeder er prisdata ved kapitalutvidelser tilgjengelig først på slutten av 1990-tallet. Av den grunn har vi ikke brukt observasjoner fra før 1998 i de statistiske sammendragene nedenfor. I tillegg til opplysningene fra Oslo Børs har vi innhentet tall fra børsene i Stockholm, København, Frankfurt (Prime Market og General Market), London og New York (NYSE). Hvis vi antar at observasjoner som gjelder Oslo Børs er representativ for resten av Dealogic-basen, kan vi få et inntrykk av fullstendigheten ved å sammenligne antallet observasjoner for et tidsintervall med det tilsvarende antallet fra Oslo Børs. For eksempel, i Oslo Børs sin database finner vi 152 tegningsrettsemisjoner og 959 rettede emisjoner for Norge i perioden 2000-2009. De tilsvarende tallene i Dealogic-basen er hhv. 77 og 398. For den perioden vi faktisk måler, kan vi derfor anslå at om lag halvparten av alle gjennomførte transaksjoner er registrert i basen. Dealogic anvender en terminologi som er noe forskjellig fra det en typisk finner i akademisk finansiell litteratur. Kapitalutvidelser omtales som “follow-ons,” som deles inn i en rekke underkategorier.

## 3 Aggregerte tall for egenkapitalutvidelser ved Oslo Børs

### 3.1 Den relative størrelsen av egenkapitalkanalen

Etter at et selskap er børsnotert vil det med ujamne mellomrom gå tilbake til aksjemarkedet og hente inn ny egenkapital. Vi skal i denne delen se på omfanget av dette. I figur 1 viser vi øverst aggregerte tall for kapital som innhentes gjennom egenkapitalutvidelser. Vi ser at i kroner har betydningen av Oslo Børs som kapitalkilde for norsk økonomi økt vesentlig i løpet av perioden. For eksempel så hentet norske selskaper inn over 50 milliarder kroner i 2001. Tallene i kroner er litt misvisende, siden verdien av Oslo Børs har steget betraktelig i denne perioden. I panel B av figuren viser vi derfor hvor mye disse tallene utgjør av børsens totalverdi.

I 2001 utgjorde kapitalutvidelsene nærmere 7% av børsens totalverdi ved utgangen av året.

For å gi ytterligere perspektiv på disse tallene kan vi sammenligne med kapitalinnhenting ved børsintroduksjonen. Ved børsnotering blir selskaps aksjer tatt opp til omsetning på børsen. I figur 2 viser vi øverst totalverdiene av selskapene ved årsslutt som er blitt notert i løpet av året. Det er en klart stigende tendens, og det er noen år med svært store børsintroduksjoner. For eksempel, i 2001 var verdien av de "nye" selskapene på 154 mrd. Mye av disse "store" årene skyldes børsnoteringene av Telenor, Statoil og Yara. Legg også merket til de markante fallene i 2003 og 2008. Det første av disse var kollapsen av "internett-boblen," og det siste er selvsagt finanskrisen. Hvis vi ser på tallene for selskapsverdier, virker det som børsintroduksjoner tilfører mer kapital enn egenkapitalutvidelser, men dette er ikke nødvendigvis riktig. Mekanikken ved en børsintroduksjon er at selskapet utvider aksjekapitalen, og det er denne kapitalutvidelsen som er kapitalen som tilflyter selskapet fra børsen. Verdien av de øvrige aksjene er bare en synliggjøring av verdien av selskapet før det ble børsnotert. For å illustrere dette poenget viser vi i panel B av figuren tall for aggregert ny kapital som blir tilført

selskapene ved børsintroduksjonen, sammen med totalverdien av de nye selskapene. Vi har uheldigvis ikke tall for dette for mer enn noen få av de siste årene, men for eksempel i 2006 var verdien av de nye selskapene 119 mrd., men bare 12 av disse milliardene var "ny" kapital. Resten er verdien av de eksisterende aksjene på det tidspunktet aksjen tas opp til notering. Hvis vi antar at også tidligere har mønsteret vært at andelen ny kapital har vært under 10%, er de beløp som hentes inn ved egenkapitalutvidelser vesentlig større enn de som hentes inn ved børsnotering.

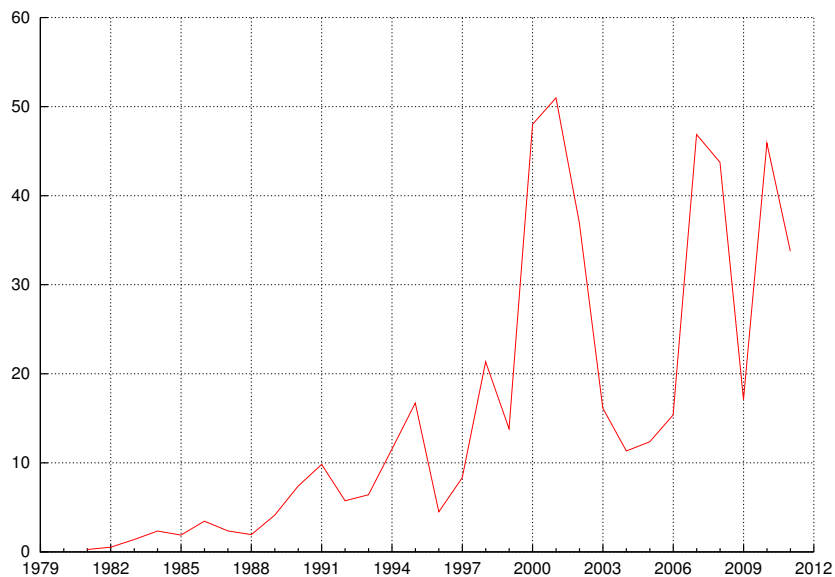
Vi får også et inntrykk av betydningen av egenkapitalinnhentning ved å se på det motsatte, nemlig utbetalinger fra selskapene. Den viktigste kanalen for dette er dividendeutbetalinger. I figur 3 viser vi aggregerte dividendeutbetalinger for selskapene på Oslo Børs. Vi ser at i årene fram til 2001 ble det betalt ut mindre dividende enn det ble hentet inn kapital. Dette snudde i årene rett før finanskrisen, hvor vi ser en markant økning i dividendeutbetalinger. Det skal her bemerkes at mye av denne stigningen i dividende var skattemotivert. Selskapene skyndte seg å betale ut dividende før dividende igjen ble gjenstand for personbeskatning.

---

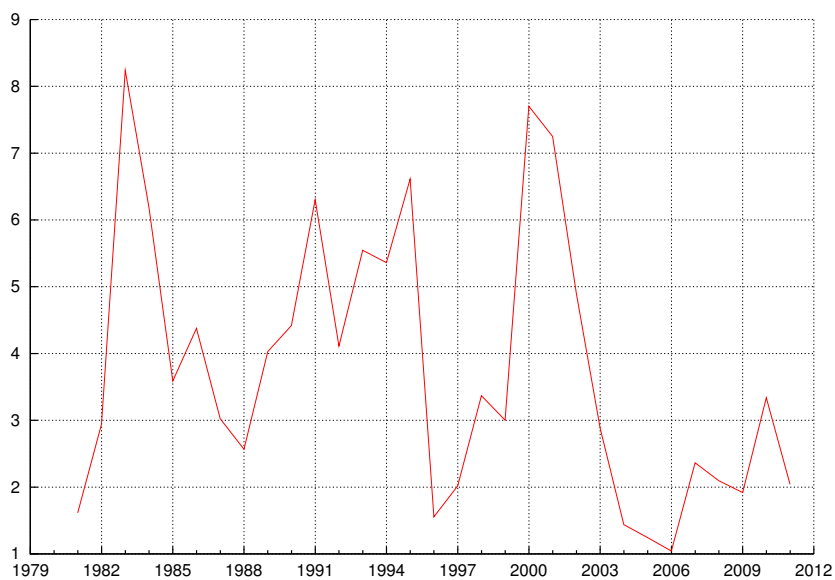
**Figur 1 Total kapital innhentet ved egenkapitalutvidelser ved Oslo Børs**

---

Panel A: Totalverdier



Panel B: Andeler av børsens verdi



Figuren viser totalbeløp hentet inn ved Oslo Børs ved egenkapitalutvidelser hvert år, i milliarder kroner. Tall for 1980–2010. I tallene for 2010 er ikke kapitalutvidelsen i SAS regnet med, siden Oslo Børs er bare en av børsene hvor SAS omsettes.

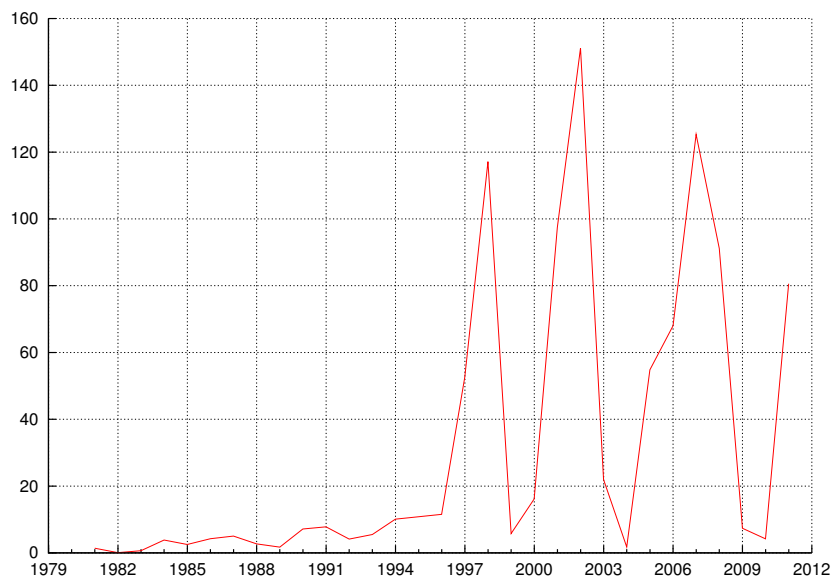
---

---

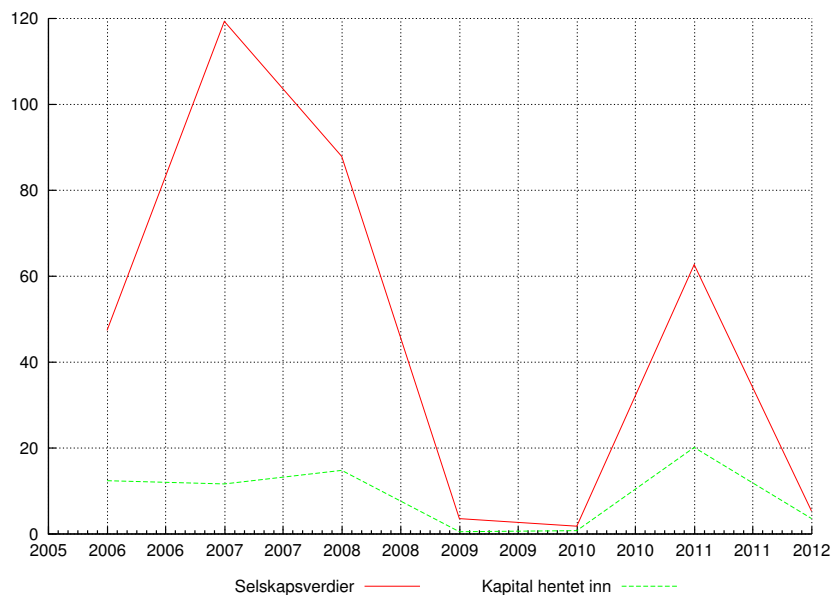
## Figur 2 Børsintroduksjoner

---

Panel A: Totalverdien av nye selskaper på børsen ved årslutt.



Panel B: Sammenligning av totalverdi ved børsintroduksjon og kapital innhentet ved børsintroduksjonen.



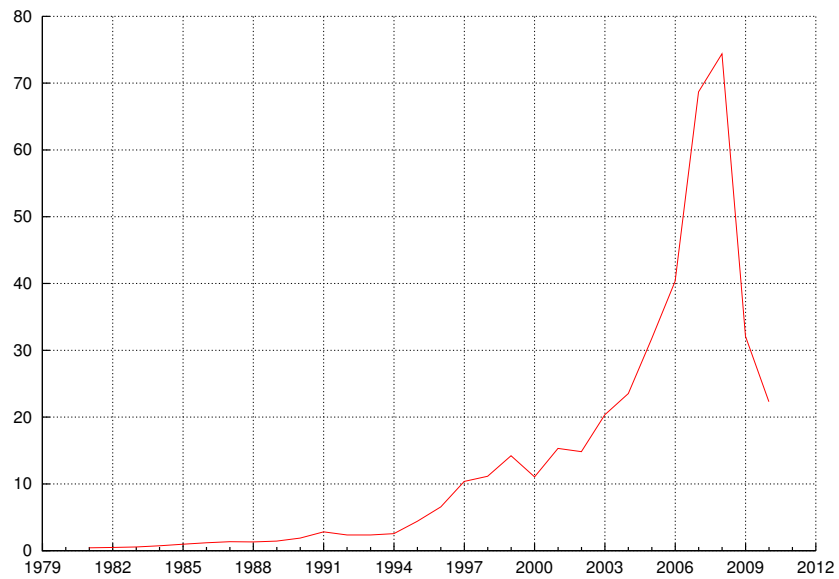
I panel A viser vi den samlede verdien av egenkapitalen (i milliarder kroner) ved årslutt av selskapene på børsen som er notert i løpet av året. I Panel B viser vi lignende tall for totalverdien av selskapene som er notert i løpet av året, sammen med tall som viser totalsummen av *ny* kapital som hentes inn i forbindelse med børsintroduksjonen. Tall fra 1980–2010.

---

---

**Figur 3** Totale dividendebetalinger ved Oslo Børs

---



Figuren viser totalbeløp utbetalt som dividende ved Oslo Børs hvert år, i milliarder kroner.

---

### 3.2 Hvilke sektorer henter inn kapital?

Det er også interessant å se hvilke næringer som benytter seg av egenkapitalmarkedet. I tabell 1 viser vi fordelingen av antall egenkapitalutvidelser per GICS sektor.<sup>4</sup>

Den næringssektoren som har brukt det norske egenkapitalmarkedet mest i perioden, er energi. Deretter følger industri og IT. For å se på hvor-

dan denne fordelingen samsvarer med den relative betydningen av bransjen på børsen har vi i tabellen også vist markedsvekter for disse bransjene. Det er faktisk godt samsvar mellom bransjens viktighet på børsen og dens bruk av egenkapitalmarkedet. Et unntak vi noterer oss, er at finanssektoren har en viss overvekt på 1980- og 1990-tallet, som kanskje kan forklares av skjerpede kapitalkrav i denne perioden og behov for mer egenkapital etter finanskriser.

**Tabell 1** Sektorfordeling av egenkapitalemisjoner

Sector(GICS)	1980–89		1990–99		2000–10	
	Andel av børsen	Andel EK emisjoner	Andel av børsen	Andel EK emisjoner	Andel av børsen	Andel EK emisjoner
10 Energi	9.9	14.4	19.2	26.1	41.7	39.9
15 Materialer	10.3	9.4	6.0	2.8	2.7	5.3
20 Industri	39.8	28.2	35.4	28.9	13.9	6.6
25 Forbruk	4.0	1.0	7.2	8.4	6.2	5.5
30 Konsument	6.9	2.3	8.8	0.8	6.7	7.8
35 Helse	4.0	4.4	7.8	1.5	4.1	3.9
40 Finans	21.3	37.4	15.6	21.1	12.6	12.8
45 IT	6.5	2.6	3.8	8.6	6.1	11.7
50 Telekom	0.0	0.1	0.8	1.2	9.7	5.7
55 Forsyning	0.0	0.0	0.4	0.4	1.1	0.8

Vi viser vi de enkelte sektorenes betydning på børsen. For hver delperiode er den første kolonnen andelen av børsens markedsverdi som er i den angitte sektoren. Den andre kolonnen er andelen av totale egenkapitalemisjoner i perioden som er i sektoren. Tall fra 1980–2010.

<sup>4</sup>GICS standarden er en standard for industriklassifisering som brukes av Oslo Børs. Se Næs, Skjeltorp og Ødegaard (2008) for mer detaljer.

## 4 Hvordan emitterer selskaper på Oslo Børs?

Før vi kan se på kostnadene ved emisjoner må vi se litt på hvordan emisjoner i praksis gjøres. Som nevnt er det to hovedtyper, tegningsrettsemisjoner og rettede emisjoner. La oss se på fordelingen av disse to og karakteristika ved dem.

I figur 4 viser vi fordelingen av emisjonene på de to typene, både som aggregerte verdier og antall emisjoner. Vi ser at i de første årene etter 1980 ble det hovedsakelig brukt tegningsrettsemisjoner, men etter hvert er rettede emisjoner blitt mer vanlige. Målt i antall er rettede emisjoner klart blitt den viktigste emisjonsformen. Dette er imidlertid en noe unyansert observasjon, for en må også se på den relative størrelsen av emisjonene. Da er det en fordel å se på dette for de enkelte selskapene. Rettede emisjoner er ofte mindre enn tegningsrettsemisjoner sett i forhold til selskapets størrelse. For eksempel vil emisjoner til ansatte, enten som en følge av at ansatte kjøper aksjer direkte eller får tildelt opsjoner, klassifiseres som rettede. En enkel måte å kontrollere for emisjonsstørrelse er å splitte de emitterende selskapene etter emisjonsstørrelsen. Vi inndeler emisjonene i tre (noe vilkårlig valgte) grupper. Store emisjoner er over 20% av egenkapitalen, mellomstore er mellom 5% og 20% av egenkapitalen, og små er under 5% av egenkapitalen.

Panel A i tabell 2 viser tallene for de tre grup-

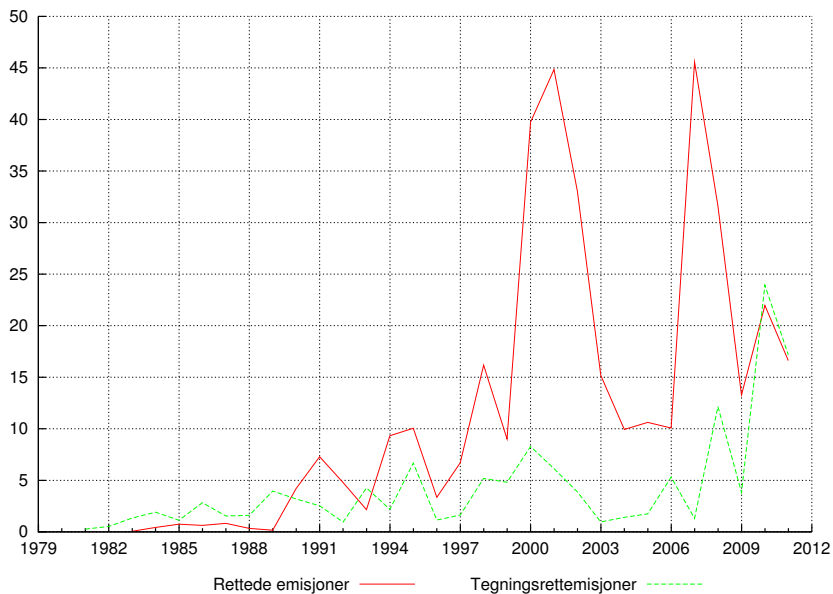
pene. Det som er svært tydelig i tabellen er at tegningsrettsemisjoner tenderer til å være relativt større. Nesten alle er over 5% av aksjekapitalens verdi, mens flertallet av rettede emisjoner er små, på under 5% av aksjekapitalen. Når selskaper henter inn større kapitalbeløp, er altså tegningsrettsemisjoner fremdeles den viktigste metoden på Oslo Børs.

La oss også se nærmere på hvor mye egenkapital som typisk utstedes. Panel B i tabellen beskriver hvor stor egenkapitalutvidelsen er, hvor vi måler antall nye aksjer som andel av de gamle aksjene. Som vi ser er det noen svært store emisjoner (det maksimale antallet nye aksjer er 900% av det opprinnelige antallet). Det er også blant rettede emisjoner en god del svært små emisjoner, som vi ser ved at første kvartil er på 1% av egenkapitalen. Slike ekstremt store og små emisjoner vil sannsynligvis være noe spesielle. Vi har derfor også gjort de samme beregningene for mer "normale" emisjoner hvor antall aksjer som utstedes er mellom 1% og 100% av eksisterende aksjer. For disse selskapene ser vi at den typiske egenkapitalutvidelsen (medianen) er på 25% av egenkapitalen hvis det er en tegningsrettsemisjon, og 16% av egenkapitalen hvis det er en rettet emisjon. Dette bekrefter det inntrykket vi hadde tidligere, at rettede emisjoner typisk er mindre. Vi har også splittet disse tallene i to og kalt selskaper over medianselskapet på Oslo Børs for store. Vi ser at det er noen forskjeller mellom store og små, men de er ikke påfallende.

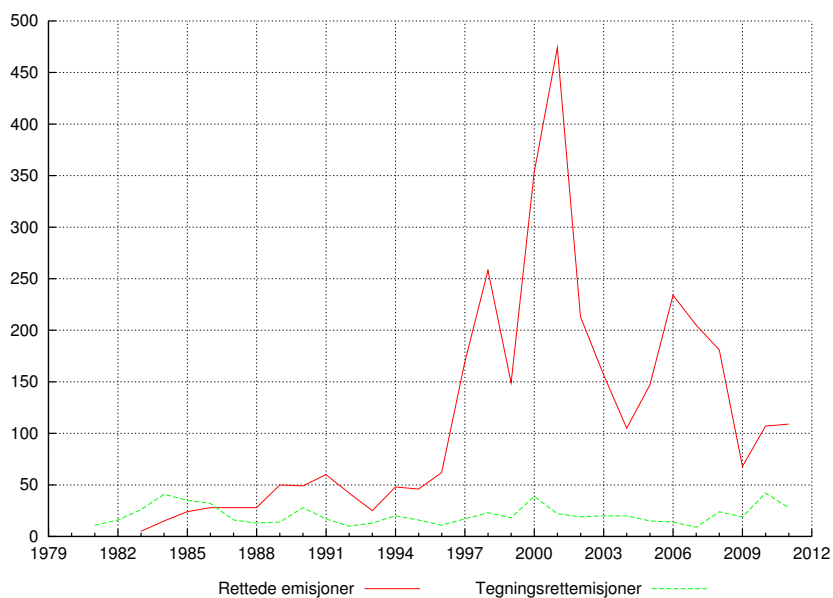


**Figur 4 Den relative betydningen av de to emisjonstypene**

Panel A: Totale verdier som hentes inn



Panel B: Antall av hver type



Figuren i panel A viser totalbeløp hentet inn ved Oslo Børs ved egenkapitalutvidelser hvert år, i milliarder kroner. I tallene for 2010 er ikke kapitalutvidelsen i SAS regnet med, siden Oslo Børs er bare en av børsene hvor SAS omsettes. Tallene vises separat for tegningsrettemisjoner og rettede emisjoner.

Figuren i panel B viser årlig antall av kapitalutvidelser på Oslo Børs. Disse vises separat for tegningsrettemisjoner og rettede emisjoner. Tall fra 1980-2010.

**Tabell 2** Karakteristika ved egenkapitalutvidelser

Panel A

	Hele perioden			1980-1989			1990-1999			2000-2009		
	Alle	T.rett	Rettet	Alle	T.rett	Rettet	Alle	T.rett	Rettet	Alle	T.rett	Rettet
Alle emisjoner	2224	532	1692	397	210	187	682	150	532	1087	154	933
Små selskaper	1096	256	840	167	67	100	381	85	296	507	90	417
Store selskaper	1119	276	843	228	143	85	300	65	235	580	64	516
Små selskaper												
andel < 0.05	371	16	355	50	1	49	122	0	122	187	11	176
andel $\in (0.05, 0.25)$	417	62	355	32	6	26	149	21	128	219	30	189
andel > 0.25	294	164	130	80	55	25	103	57	46	102	50	52
Store selskaper												
andel < 0.05	482	12	470	38	0	38	133	0	133	307	10	297
andel $\in (0.05, 0.25)$	372	102	270	74	50	24	102	32	70	191	20	171
andel > 0.25	279	176	103	121	98	23	72	40	32	81	33	48

Panel B

		Kapitalutvidelsen som andel av eksisterende							
		Snitt	Stavvik	min	Q1	median	Q3	max	n
Alle	Tegningsrettsemisjoner	0.60	0.97	0.00	0.20	0.33	0.51	9.00	514
	Rettede emisjoner	0.17	0.53	0.00	0.01	0.05	0.11	8.86	1652
Mellom 1% og 100%	Tegningsrettsemisjoner	0.31	0.19	0.01	0.18	0.25	0.41	1.00	418
	Rettede emisjoner	0.15	0.17	0.01	0.04	0.10	0.17	0.99	1123
Små selskaper	Tegningsrettsemisjoner	0.34	0.22	0.01	0.18	0.29	0.50	1.00	171
	Rettede emisjoner	0.15	0.17	0.01	0.05	0.10	0.17	0.94	617
Store selskaper	Tegningsrettsemisjoner	0.29	0.17	0.01	0.17	0.25	0.39	0.91	247
	Rettede emisjoner	0.14	0.17	0.01	0.04	0.10	0.16	0.99	503

Tabellen i Panel A oppsummer antall egenkapitalutvidelser, for alle selskapene på børsen, og fordelt i grupper. Vi viser alle tall for hele perioden 1980–2009 (kolonnene 2 til 4), og for de tre tiårene 1980–1989 (kolonnene 5 til 7), 1990–1999 (kolonnene 8 til 10) og 2000–2009 (kolonnene 11 til 13). Første linje viser tall for alle egenkapitalutvidelser. I de neste to linjene deler vi samlet i to, små selskaper (selskapstørrelsen er under medianverdien for angjeldende år, og store selskaper (over medianstørrelsen). Den neste blokken deler hver av disse to gruppene i tre: små emisjoner (under 5% av dagens egenkapital), mellomstore (mellom 5% og 25%) og store (over 25%).

Tabellen i Panel B gir en del deskriptiv statistikk for den relative størrelsen av egenkapitalemisjoner. For hver emisjon måler vi antall aksjer som nyutstedes som andel av eksisterende antall aksjer. Vi gjør tilsvarende beregninger for to grupper, små selskaper (selskapstørrelsen er under medianstørrelsen for angjeldende år, og store selskaper (over medianstørrelsen). Vi måler snitt, standardavvik, minimum, første kvartil (Q1), median, tredje kvartil (Q3) og maximum, i tillegg til antall observasjoner (n). Tall for 1980–2009.

## 5 Prising av nyemisjoner

La oss nå se på prissettingen av emisjonene. Enten det gjelder en rettet emisjon eller en tegningsrettsemisjon, vil en fastsette en aksjekurs som brukes i emisjonen. I en tegningsrettsemisjon er dette kursen som en kan kjøpe aksjen for ved å fremlegge et gitt antall tegningsretter. I en rettet emisjon er dette en kontraktmessig kurs som den utenforstående kan kjøpe en aksje for. I begge tilfeller forventer vi at denne kursen er noe lavere enn den prisen en ellers kunne skaffet aksjen for, nemlig kursen i aksjemarkedet. Grunnen til dette er at aksjekurser varierer over tid. Siden emisjonskursen settes på forhånd, settes den vanligvis lavt nok til at det er lite sannsynlig at aksjekursen i markedet i emisjonsperioden faller under emisjonskursen, noe som ville medføre at kapitalutvidelsen mislykkes.

En kan se på eventuelle forskjeller mellom emisjonskurs og markedskurs fra flere synsvinkler. Hvis vi ser på selskapet som en selvstendig aktør (dvs. ikke bare som et instrument for aksjonærene), vil dets naturlige målsetting ved en aksjeemisjon være å få inn mest mulig penger for hver nyemittert aksje. Fra selskapets side representerer således forskjellen mellom markedskurs og emisjonskurs et økonomisk tap. Aksjer solgt til emisjonskursen kunne alternativt ha vært solgt til markedskursen, og forskjellen er en "opportunity cost" for selskapet.

Aksjonærene har et annet syn på dette. For aksjonærene er den viktigste dimensjonen den "utvanningen" som den enkelte aksjeeier er utsatt for. I en rettet emisjon hvor en aksjonær ikke deltar, vil de nye aksjene, hvis de utstedes til en lavere kurs enn aksjekursen, føre til et verdifall på de gamle aksjene. Dette verdifallet er en følge av utvanning. For denne aksjonæren kan en tegningsrettsemisjon være mer fordelaktig. En tegningsrettsemisjon er konstruert slik at utvanning ikke finner sted. Forskjellen mellom emisjonskurs og aksjekurs tilfaller den enkelte aksjonær, enten gjennom at aksjonæren kjøper aksjer til tegningskursen, eller ved salg av tegningsretten. I en tegningsrettsemisjon er dermed aksjonærene indifferente til hvilken tegningskurs som settes.<sup>5</sup>

Den største bekymringen for selskapet er dog at emisjonen skal bli mislykket, at det ikke får inn den kapitalen det trenger. For å unngå dette er det blitt mer og mer vanlig at selskap tyr til garanterte emisjoner. Selskapet betaler da et "syndikat" en

avgift mot at syndikatet garanterer for fulltegning. Syndikatet vil typisk ha investeringsbanker og lignende finansielle institusjoner som deltagere. Merk at betalingen for garantien er en ren kostnad for selskapet, en kostnad som kommer i tillegg til kostnaden ved underprising.

Dataene fra Oslo Børs inneholder dessverre ikke informasjon om direkte kostnader og syndikering, men fra andre kilder vet vi at i dag er de aller fleste egenkapitalutvidelser garanterte, enten de er rettede emisjoner eller tegningsrettsemisjoner.

I det følgende ser vi på forskjeller mellom emisjonskurser og faktiske markedskurser. Vi måler forskjellen mellom en aksjekurs i markedet og emisjonskursen. Ved slike målinger må en ta i betraktning at det forekommer eksterne hendelser som påvirker aksjekursen. Så lenge de ikke har noe med emisjonen å gjøre, vil dette være støy som øker usikkerheten i målingen av prisforskjellen. For å kontrollere for dette vil vi i det følgende gjøre denne målingen på flere tidspunkter.

For tegningsrettsemisjoner ser vi på prisforskjellen mellom emisjonskursen og markedskursen på to forskjellige tidspunkter: Dagen da aksjen går "ex rights," og dagen da de emitterte aksjene overføres til de nye eierne (som da må betale emisjonskursen). Den første trenger en nærmere forklaring. Tildeling av tegningsretter til aksjonærene er basert på listen over aksjonærer på begynnelsen av en gitt dato. Denne datoen kalles "ex rights" datoen fordi aksjer som handles på denne og påfølgende datoer ikke gir rett på tegningsretter for aksjekjøperen.

For rettede emisjoner måler vi forskjellen først og fremst på den datoen som emisjonen er rapportert gjennomført på, men vi ser også på prisforskjellen en uke før emisjonen. Vi beregner hvor mange prosent lavere emisjonskursen er i forhold til markedskursen, og kaller dette for underprising. En underprising på 5% tolkes som at emisjonskursen er 5% under markedskursen.

Tabell 3 inneholder en del deskriptiv statistikk for denne underprisingen. Vi har gjort beregningene for hele perioden 1980-2009 og også sett på hvert tiår for seg.

Det er et statistisk problem med observasjonene vi bruker her, at de har en skjev fordeling med noen få svært store tall for underprising. Ekstreme observasjoner vil påvirke gjennomsnittet uforholdsmessig mye. For å kontrollere for dette bruker vi

<sup>5</sup>Dette er under forutsetning at aksjonærene er rasjonelle og enten bruker tegningsretten eller selger den. I praksis er det alltid en gruppe som ikke gjør dette.

et robust mål i tillegg til det aritmetiske gjennomsnittet. Medianen er i dette tilfellet det beste målet for den sentrale tendensen i fordelingen. For å vise dette viser vi gjennomsnitt beregnet først for alle observasjonene, og så snitt hvor vi fjerner alle observasjoner med underprising større enn hhv. 50% og 25%. Vi vil i den følgende diskusjonen bare omtale de rapporterte medianverdiene.

For hele perioden er tegningsrettsemisjoner underpriset med rundt 18% og rettede emisjoner underpriset med rundt 7%. Det er noe variasjon mellom delperiodene. Underprisingen var tydelig større i perioden 1980–1989, spesielt for rettede emisjoner.<sup>6</sup> I perioden etter 1990 har underprisingen vært noenlunde stabil, noe som er illustrert i figur 5, som viser årlige medianverdier av underprisingen.

Legg også merke til (i tabell 3) at den estimerte underkursen er relativt upåvirket av når den måles.

Både for rettede emisjoner og tegningsrettsemisjoner finner vi tall i samme størrelsesorden målt på de to forskjellige tidspunktene. Med et stort nok utvalg er det altså ikke noe som tyder på en systematisk bevegelse i aksjekursen i perioden rundt gjennomføringen av emisjonen.<sup>7</sup>

Et interessant spørsmål er om disse tallene er representative for alle selskap på børsen, eller om det er systematiske forskjeller avhengig av hvilket selskap som emitterer. Den mest opplagte egenskapen som kan ha betydning for dette, er selskapsstørrelse. I panel B og C i tabell 3 har vi splittet samplet i to like store grupper, små og store selskaper.<sup>8</sup>

Det virker som det er en viss forskjell i underprisingen avhengig av størrelse. Store selskaper har mindre underprising i rettede emisjoner enn små selskaper, men de store selskapene har faktisk større underprising i tegningsrettsemisjoner.

---

<sup>6</sup>Det bør påpekes at i denne perioden var det svært få rettede emisjoner på Oslo Børs, så dette tallet er påvirket av noen få tilfeller.

<sup>7</sup>Merk at ingen av de datoene vi måler dette på er annonseringsdatoen for egenkapitalemisjonen. Forskning har vist at datoen når en emisjon blir kjent i markedet ofte har en negativ reaksjon. Dette er ikke relevant for de datoene vi bruker, siden emisjonene allerede er kjent i markedet.

<sup>8</sup>Hvert år beregner vi selskapsstørrelsen for alle selskaper på Oslo Børs, og plasserer den minste halvdel av selskapene i gruppen "små selskaper."

**Tabell 3 Underprising**

Panel A: Alle selskaper

Periode	Tegningsrettemisjoner								Rettede emisjoner							
	Median	Ex dato		Gjennomføringsdato				Median	En uke før		Gjennomføringsdato					
		Alle	Underprising	Median	Alle	Underprising	Alle		Underprising	Median	Alle	Underprising	Alle	Underprising		
		< 0.5	< 0.25			< 0.5	< 0.25			< 0.5	< 0.25			< 0.5	< 0.25	
1980–2009	18.6	24.6	17.4	10.4	18.1	21.6	15.0	7.4	7.2	14.9	8.3	3.8	7.9	15.4	8.6	3.9
1980–1989	25.9	29.4	24.7	15.2	26.5	27.3	21.9	10.2	35.6	34.4	15.2	4.0	35.8	35.0	16.1	3.1
1990–1999	12.6	15.9	12.6	9.3	13.8	14.8	11.1	7.2	4.8	10.3	7.2	3.5	5.4	10.9	6.6	3.0
2000–2009	13.7	27.0	13.9	7.9	10.6	21.2	11.4	5.6	7.2	14.0	8.1	4.0	7.8	14.6	8.8	4.5

Panel B: Små selskaper

Periode	Tegningsrettemisjoner								Rettede emisjoner							
	Median	Ex dato		Gjennomføringsdato				Median	En uke før		Gjennomføringsdato					
		Alle	Underprising	Median	Alle	Underprising	Alle		Underprising	Median	Alle	Underprising	Alle	Underprising		
		< 0.5	< 0.25			< 0.5	< 0.25			< 0.5	< 0.25			< 0.5	< 0.25	
1980–2009	18.2	21.1	15.5	8.2	13.5	14.8	11.7	6.1	8.0	14.4	7.8	4.6	8.5	15.5	8.2	4.6
1980–1989	35.0	33.8	26.5	13.9	26.2	26.3	18.8	9.1	30.7	34.5	16.3	6.2	35.3	35.0	18.0	6.1
1990–1999	12.3	16.0	11.2	7.3	12.1	13.4	9.2	5.7	3.9	7.6	4.1	3.8	5.5	9.5	4.6	3.7
2000–2009	11.1	17.3	13.2	7.1	8.1	8.6	10.3	5.3	9.1	14.2	8.9	5.0	8.3	15.0	9.1	5.1

Panel C: Store selskaper

Periode	Tegningsrettemisjoner								Rettede emisjoner							
	Median	Ex dato		Gjennomføringsdato				Median	En uke før		Gjennomføringsdato					
		Alle	Underprising	Median	Alle	Underprising	Alle		Underprising	Median	Alle	Underprising	Alle	Underprising		
		< 0.5	< 0.25			< 0.5	< 0.25			< 0.5	< 0.25			< 0.5	< 0.25	
1980–2009	19.0	22.7	19.2	12.3	21.3	22.5	18.0	8.9	6.4	15.3	8.9	2.9	7.0	15.3	9.0	3.1
1980–1989	25.4	27.4	24.0	15.6	27.0	27.7	23.2	10.9	35.8	34.4	13.6	0.0	36.3	34.9	13.2	-1.7
1990–1999	12.7	15.7	14.1	11.3	14.7	16.5	13.4	8.9	5.6	13.4	11.1	3.1	5.4	12.5	9.0	1.8
2000–2009	16.5	20.2	14.8	9.1	16.8	18.1	13.0	6.1	5.3	13.8	7.2	3.0	6.5	14.2	8.5	4.0

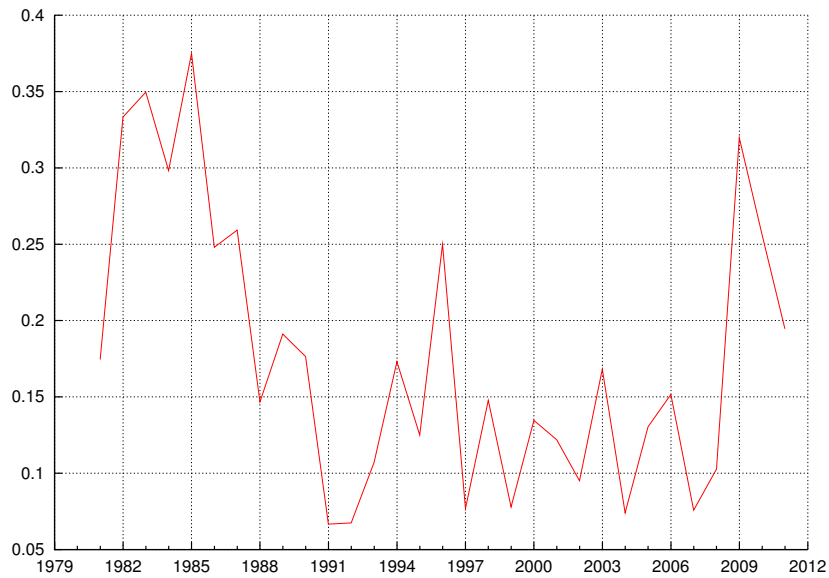
Tabellen beskriver underprising på Oslo Børs. Underprising er prosentvis forskjell mellom aksjekurs i markedet og emisjonskurs, i forhold til markedskurs. I hver tabell ser vi på fire estimater av underprising. Det første tilfellet (kolonne 2-5) i tabellen, ser på tegningsrettemisjoner, og måler underprisingen på datoen aksjen går "ex rights." Det andre tilfellet (kolonner 6-9) ser også på tegningsrettemisjoner, men måler underprisingen på datoen som aksjene overføres til de nye eierne. I det tredje tilfellet ser vi på rettede emisjoner, og måler underprisingen en uke før emisjonen gjennomføres. I det fjerde tilfellet ser vi også på rettede emisjoner, men måler underprisingen på gjennomføringsdagen for emisjonen. For hver gruppe er første kolonne medianverdiene for alle emisjonene. Andre kolonne er gjennomsnittet for det samme utvalget. De to siste kolonnene er gjennomsnittet for grupper hvor vi har fjernet observasjoner med underprising større enn 0.5 (kolonne 3) og 0.25 (kolonne 4) i absoluttverdi. I Panel B og C har vi gruppert selskapene over medianverdien som store, og under medianverdien som små. Tall for 1980–2009.

---

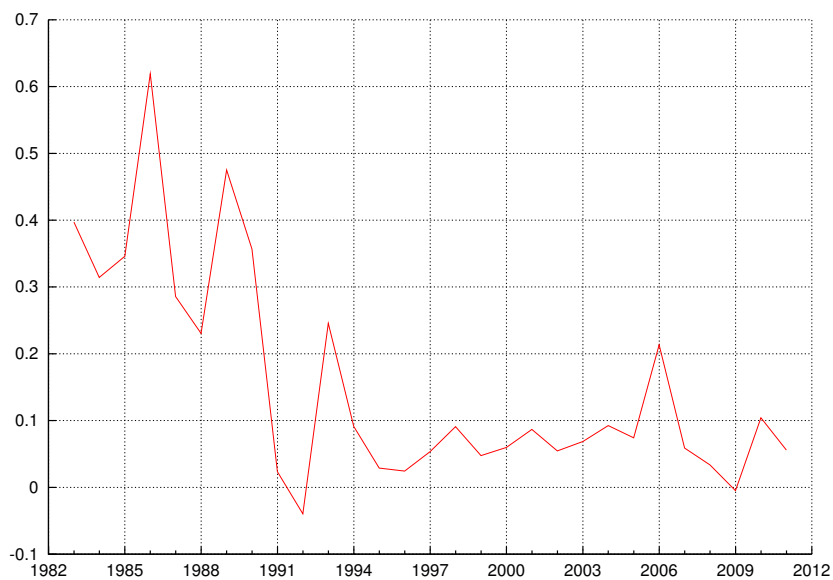
**Figur 5** Utvikling over tid i underprising

---

Panel A: Tegningsrettemisjoner



Panel B: Rettede emisjoner



---

For hvert år finner vi alle egenkapitalemisjoner i året, og beregner median for observasjonene. Panel A: Tegningsrettemisjoner. Figurene viser underprisingen på datoen aksjen går "ex rights." Panel B: Rettede emisjoner. Figurene viser underprisingen på datoen som nytegnede aksjer registreres. Tall for 1980–2010.

---

## 6 Internasjonale sammenligninger

Vi vil også sammenligne tallene for Oslo Børs med lignende tall for andre børser. De dataene vi har tilgjengelig fra Dealogic er for en kortere periode, så vi trenger også å bruke tall fra Oslo Børs for den samme perioden. Vi ser på emisjonsstørrelse og underprising.

### 6.1 Emisjonsstørrelse

Tabell 4 viser emisjonsstørrelsen ved kapitalutvidelser i de forskjellige markedene. Som andel av markedsværdien av utsteders egenkapital er tegningsrettsemisjoner betydelig større enn rettede emisjoner. Dette gjelder i alle markeder. For tegningsrettsemisjoner har Oslo og Frankfurt de laveste tallene, mens det for rettede emisjoner er nokså jevnt fordelt, med mange observasjoner rundt ca.10%. Små selskaper har noe større emisjonsandeler enn store selskaper, og det gjelder i alle markeder og ved begge emisjonstyper.

Tabellen viser for øvrig store forskjeller i bruken av emisjonstypene mellom ulike markeder. Selv om vi har noen forbehold mht. fullstendigheten av data fra Dealogic, er det slående at tegningsrettsemisjoner er mye mer sjeldne i USA enn i Europa. I enkelte europeiske markeder utgjør tegningsrettsemisjoner mer enn halvparten av alle registrerte kapitalutvidelser, mens de i USA utgjør bare ca. 2%, og av disse har halvparten utenlandsk utsteder. Vi vil understreke betydningen av å være opp-

merksom på denne strukturelle forskjellen når man bruker amerikanske data til å predikere markedsforhold utenfor USA.

### 6.2 Underprising

Tabell 5 viser underprising ved tegningsrettsemisjoner (“follow-ons rights issues”). De viktigste målene er underkursen i forhold til TERP<sup>9</sup> og som andel av børskurs ved åpning av handel med nyutstedte aksjer. Den sistnevnte er sammenlignbar med tallene i tabell 3. Tallene her er litt lavere enn i de tidligere norske tallene. Underprisingen på tegningsrettsemisjoner i Oslo er om lag sammenlignbart med nivået i Frankfurt og NYSE, mens Stockholm, København og London er markert høyere. Oslo har ubetydelig forskjell i underkurs mellom små og store selskaper, mens på alle de andre børsene har de små selskaper mindre underkurs enn de store.

Tabell 6 viser underprising ved rettede emisjoner, som omfatter en rekke underkategorier. For Oslo Børs ligger Dealogic-tallene lavere enn tallene fra Oslo Børs. Underprisingen i Oslo er lavere enn i London, høyere enn på NYSE, og om lag på nivå med København, Stockholm og Frankfurt. I likhet med det vi observerte med basis i tallene fra Oslo Børs, ser det ut til at store selskaper har noe mindre underkurs ved rettede emisjoner, og slik er det også i de fleste andre markeder. Vi ser at New York ligger svært lavt, men at det der er et betydelig segment av ikke-amerikanske utstedere som har underprising på om lag samme nivå som store selskaper i Europa.

<sup>9</sup>TERP betyr Theoretical Ex-Rights Price, og er en størrelse som ofte opplyses ved tegningsrettsemisjoner. TERP er definert som

$$\frac{\text{Børskurs før emisjon} \times \text{antall aksjer før emisjon} + \text{Emisjonskurs} \times \text{antall nyemitterte aksjer}}{\text{Antall aksjer etter emisjon}}$$

TERP kan således sies å uttrykke forventet markedsverdi av aksjen etter emisjon, vurdert på beslutningstidspunktet for kapitalutvidelsen.

Tabell 4 Emisjonsstørrelse internasjonalt

	Tegningsretts -emisjoner		Rettede emisjoner	
	N	Andel	N	Andel
Oslo				
Alle emisjoner	86	20.97	430	9.93
Store selskaper	43	16.46	215	9.46
Små selskaper	43	30.63	215	14.07
Utenlandsk utsteder	11	30.70	72	9.69
Stockholm				
Alle emisjoner	257	40.18	189	10.24
Store selskaper	129	27.99	95	8.17
Små selskaper	128	66.38	94	15.59
Utenlandsk utsteder	6	35.44	10	10.14
København				
Alle emisjoner	49	31.92	74	9.53
Store selskaper	25	22.57	37	9.29
Små selskaper	24	50.98	37	10.83
Utenlandsk utsteder	0	n.a.	6	9.63
Frankfurt				
Alle emisjoner	228	22.20	385	9.43
Store selskaper	114	19.49	193	6.27
Små selskaper	114	28.98	192	9.85
Utenlandsk utsteder	19	18.49	61	13.80
London				
Alle emisjoner	238	33.15	1532	11.33
Store selskaper	119	26.63	766	8.07
Små selskaper	119	39.43	766	22.71
Utenlandsk utsteder	31	24.36	276	10.39
New York (NYSE)				
Alle emisjoner	65	30.56	3292	10.80
Store selskaper	33	22.35	1646	7.51
Små selskaper	32	32.57	1646	15.40
Utenlandsk utsteder	29	24.36	500	10.15

Tabellen viser antall observasjoner og emisjonsstørrelse internasjonalt. Tall for 1998-2010. N er antall observasjoner, og er definert som alle follow-ons (kapitalutvidelser) iht. Dealogic. Andel er median emisjonsbeløp i prosent av markedsverdi før emisjonen. Samplene er fordelt på små og store selskaper iht. median markedsverdi før emisjon (i hvert marked og hver emisjonstype).



**Tabell 5 Underprising ved tegningsrettsemisjoner internasjonalt**

	N	Markeds -verdi før emisjon (median)	Underkurs ift. TERP (median)	Underkurs (median) ift. børskurs på		
				Handels -start	Dag +1	Uke +1
<b>Oslo</b>						
Alle emisjoner	77	83	15.06	10.75	11.29	12.14
Store selskaper	38		15.21	10.75	10.81	14.43
Små selskaper	39		14.89	11.59	12.37	7.67
Utenlandsk utsteder	10		17.86	7.86	11.17	6.81
<b>Stockholm</b>						
Alle emisjoner	239	21	27.74	29.03	28.57	28.18
Store selskaper	118		33.53	35.59	34.54	33.65
Små selskaper	121		23.53	24.03	24.33	24.32
Utenlandsk utsteder	5		16.67	21.88	22.05	17.65
<b>København</b>						
Alle emisjoner	47	92	27.42	28.43	27.46	25.99
Store selskaper	23		33.04	30.43	31.90	31.03
Små selskaper	24		23.02	26.86	24.24	19.29
Utenlandsk utsteder	0		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Frankfurt</b>						
Alle emisjoner	212	113	11.16	12.33	12.45	13.69
Store selskaper	101		14.48	17.20	14.95	15.60
Små selskaper	115		8.59	10.28	10.47	10.85
Utenlandsk utsteder	18		9.46	14.96	11.67	15.71
<b>London</b>						
Alle emisjoner	227	392	25.93	29.52	24.93	24.09
Store selskaper	102		34.97	32.94	31.42	31.04
Små selskaper	125		21.05	25.66	17.10	17.12
Utenlandsk utsteder	28		29.41	33.93	32.93	35.33
<b>New York (NYSE)</b>						
Alle emisjoner	51	649	18.58	11.27	12.50	13.01
Store selskaper	28		21.83	16.00	17.82	16.52
Små selskaper	28		12.00	8.18	7.41	11.96
Utenlandsk utsteder	28		22.15	18.44	20.00	19.21

Tabellen beskriver prisingen av tegningsrettsemisjoner internasjonalt. Tall for 1998-2010. Dealogic definerer denne typen emisjoner som "Follow-ons rights issues." Antallet (N) i kolonne 2 er gjennomførte emisjoner i perioden som har prisdata. Siden ikke alle emisjoner har fullstendig sett med prisdata, slik at antallet observasjoner bak medianobservasjonene varierer noe, oppgis her det høyeste observasjonstallet for underkurskolonnene. Samplene er fordelt på små og store selskaper iht. median markedsverdi før emisjon (i hvert marked og hver emisjonstype). Markedsverdien i kolonne 3 er i Mill. USD. I kolonne 4 vises "Discount to TERP (med omvendt fortegn)" iht. Dealogic, definert som differansen mellom emisjonskurs og teoretisk ex-rights kurs (TERP), som prosent av TERP. Underkursene i de øvrige kolonnene er beregnet ut fra % Change Price Offer/Open, % Change Price Offer/1 Day og % Change Price Offer/1Week iht. Dealogic. Fordi alle disse observasjonene er regnet som prosent av emisjonskursen er de omregnet til prosent av markedskurs for å være sammenlignbare med tallene fra Oslo Børs.

**Tabell 6** Underprising ved rettede emisjoner internasjonalt

	N	Markeds -verdi før emisjon (median)	Underkurs (median) ift. børskurs på		
			Handels -start	Dag +1	Uke +1
<b>Oslo</b>					
Alle emisjoner	408	210	2.17	1.76	1.28
Store selskaper	199		1.57	1.01	0.87
Små selskaper	209		3.65	2.64	1.96
Utenlandsk utsteder	67		3.10	2.32	1.41
<b>Stockholm</b>					
Alle emisjoner	197	360	2.38	2.05	3.14
Store selskaper	95		0.91	0.93	0.47
Små selskaper	129		0.21	3.20	3.63
Utenlandsk utsteder	11		1.16	1.04	-0.81
<b>København</b>					
Alle emisjoner	75	879	2.44	2.52	2.65
Store selskaper	34		1.76	2.31	2.33
Små selskaper	41		2.89	3.82	3.25
Utenlandsk utsteder	6		1.65	2.59	2.33
<b>Frankfurt</b>					
Alle emisjoner	374	1177	2.01	2.48	2.63
Store selskaper	179		1.21	1.62	1.83
Små selskaper	195		3.75	3.98	4.42
Utenlandsk utsteder	50		3.40	3.07	3.49
<b>London</b>					
Alle emisjoner	1489	510	3.76	3.62	4.65
Store selskaper	671		2.72	2.37	3.33
Små selskaper	818		6.00	5.62	6.38
Utenlandsk utsteder	262		3.35	3.33	4.76
<b>New York (NYSE)</b>					
Alle emisjoner	3040	1453	0.50	0.59	1.41
Store selskaper	1482		0.40	0.55	1.38
Små selskaper	1558		0.63	0.65	1.49
Utenlandsk utsteder	498		1.04	0.96	2.07

Tabellen beskriver prisingen av rettede emisjoner internasjonalt. Tall for 1998-2010. Rettede emisjoner er alle "follow-ons" (kapitalutvidelser) iht. Dealogic som ikke er right issues. Se ellers definisjoner i notene til tabellen for tegningsrettsemisjoner.

## 7 Faktorer som bestemmer valg av emisjonstype

Empirien som vi presenterer i denne artikkelen, viser to klare trender med hensyn til valg av emisjonstype. For det første har den relative betydningen av rettede emisjoner vokst over tid. For det annet er det store geografiske forskjeller med hensyn til hvilken emisjonstype som brukes. Vi har ikke gjort noe forsøk på å sammenholde våre data med mulige forklaringsfaktorer for disse trendene, vi oppsummerer i stedet eksisterende forskning på dette feltet.

Det kan være grunn til å starte med å påpeke at valget mellom tegningsrettsemisjon og rettet emisjon ved kapitalutvidelser ikke kan ses isolert fra mer overordnede problemstillinger som selskapet må ta stilling til. Valg av emisjonstype er selvsagt bare aktuelt for selskaper som velger å utvide aksjekapitalen etter børsnotering, og det er en beslutning som tas ut i fra selskapets samlede finansieringsbehov og -strategi. Over lang tid har egenfinansiering i form av tilbakeholdt overskudd vært den viktigste finansieringskilden for børsnoterte selskaper, og av eksterne kilder har andelen gjeldsfinansiering vært økende. Disse tendensene gjenfinnes i de fleste markedsøkonomier.

Emisjonskostnaden spiller utvilsomt en rolle for valg av emisjonstype. Kostnadene er forskjellig mellom de to typene, men varierer også innen hver type, avhengig av hvordan emisjonen er organisert. Av særlig stor betydning for kostnadene er det om emisjonen har en eller annen form for fulltegningsgaranti. Tradisjonelt har rettede emisjoner vært utstyrt med slike garantier, men også for tegningsrettsemisjoner har såkalte «standby»-garantier over tid blitt mer vanlig. Ved en «standby» garanterer en mellommann avsetningen av aksjer som ikke er plassert i tegningsperioden. Vi har ikke data som viser fordeling av garanterte og ugaranterte tegningsrettsemisjoner for Norge. Amerikanske data viser at tegningsrettsemisjoner gradvis gikk ut av bruk i slutten av forrige århundre, og fallet gikk raskere for ugaranterte emisjoner enn for emisjoner med «standby»-garantier (Eckbo og Masulis 1995).

Sammenligninger av direkte emisjonskostnader viser, ikke overraskende, at ugaranterte tegningsrettsemisjoner er billigere enn garanterte emisjoner, uansett emisjonstype. I direkte emisjonskostnader inngår bistand fra advokater og revisorer, registreringsavgifter, utgifter til trykking og eks-

pedisjon mv., samt eventuelle offentlige skatter og avgifter. Amerikanske undersøkelser av kapitalutvidelser 1963-81 viser emisjonskostnader i størrelsesorden 1,8% av emisjonsprovenyet for ugaranterte tegningsrettsemisjoner (Eckbo og Masulis 1995). I tegningsrettsemisjoner med «standby»-garantier og i rettede emisjoner inngår i tillegg vederlag til garantisten. I gjennomsnitt er de samlede direkte emisjonskostnadene for disse emisjonsformene hhv. 4% og 6%. Forskjellen i direkte emisjonskostnader kan nok ved disse beregningene være noe overdrevet, etter som direkte kostnader på aksjonærens hånd ikke er med. I tegningsrettsemisjoner pådrar aksjonærene seg gjerne en del transaksjonskostnader og eventuelt også skatt på realisert gevinst ved salg av tegningsretter.

I tillegg til de direkte kostnadene må en ved sammenligning av emisjonstypene ta i betraktning indirekte kostnader og følgeeffekter. De indirekte kostnadene består bl.a. av markedsreaksjoner som følger når markedet får kjennskap til emisjonen. Et fall i aksjekursen ved kunngjøring av emisjonen representerer et tap og derfor en tilleggs-kostnad for aksjonærene. Motsatt vil en positiv markedsreaksjon virke som en reduksjon i de samlede kostnadene. Ytterst få emisjoner gir positive kurseffekter ved kunngjøring. Undersøkelser på amerikanske emisjoner viser gjennomgående at markedsreaksjonene er mer negative for rettede (garanterte) emisjoner enn for (garanterte og ugaranterte) tegningsrettsemisjoner (Eckbo og Masulis 1995). Et så entydig mønster er imidlertid et amerikansk fenomen og gjelder ikke generelt.

Alt tyder dermed på at det er de mest kostbare emisjonstypene (garanterte og rettede emisjoner) som har vunnet frem på bekostning av billigere ugaranterte tegningsrettsemisjoner, og dette gjelder særlig i USA og i noe mindre grad i Europa. Det må således være noen andre forklaringsfaktorer i tillegg til kostnadsbetraktninger som har betydning for valg av emisjonstype. Det finnes en omfattende litteratur som analyserer mulige årsaker, og her skal vi kort nevne noen mulige forklaringer.

En mulig grunn til å velge en garantert emisjon er eksistensen av asymmetrisk informasjon. For eksempel kan eksterne markedsdeltakere ha et inntrykk av at innsidere vet mye mer om det emitterende selskapet enn de selv, og siden denne skjulte informasjonen potensielt kan være negativ, vil de kreve en stor emisjonsrabatt for å kompensere for risikoen. Innsidene i det emitterende selskapet

kan på sin side oppfatte at en slik emisjonsrabatt ikke reflekterer de reelle forholdene. I en slik «markedet for lemons»-situasjon kan det være rasjonelt for alle parter å betale en mellommann (garantisten) for å gå god for en «riktig» emisjonskurs (Hertzel og Smith 1993). En beslektet situasjon er når to foretak som forhandler om fremtidig samarbeid, vil dokumentere sin gode vilje ved å la den andre parten få medbestemmelse gjennom en rettet emisjon (Wruck 1989).

Det er imidlertid grunn til å tro at mange emitterende selskaper også skjeler til hva som blir konsekvensen for eierstruktur og kontroll av en emisjon. For eksempel vil et administrasjonsstyrt selskap kunne velge emisjonsformer som ikke skaper eierkonstellasjoner som kan ribbe ledelsen for dens privilegier. Rettede emisjoner kan være uønsket fordi de ofte fører med seg en konsentrasjon av eierskapet og dermed en risiko for mer eierstyring. På samme måte kan visse eierstyrte selskaper, hvor de kontrollerende interesser motsetter seg en utvanning av innflytelse, vike unna rettede emisjoner. Cronqvist og Nilsson (2005) påviser at svenske familiestyrt selskaper har en preferanse for ugaranterte tegningsrettsemisjoner, og dette tilskrives familiens strategi for å beholde kontrollen.

Disse teoriene har relevans for å forstå det data-

materialet vi legger frem i denne artikkelen, men de er ufullstendige med hensyn til å forklare trendene. Betyr den gradvise overgangen til garanterte emisjonstyper at asymmetrisk informasjon føles som et mer påtrengende problem i dag enn for 30 år siden? Og er europeiske selskaper mer opptatt av å sementere kontroll enn amerikanske selskaper, siden de bruker tegningsrettsemisjoner i et mye større omfang? Her ligger det flere forskningsutfordringer for fremtiden.

## 8 Oppsummering

Vi har sett på egenkapitalutvidelser på Oslo Børs i perioden etter 1980. Når det gjelder emisjonstypen som anvendes for å innhente kapital, finner vi at rettede emisjoner dominerer for mindre kapitalutvidelser (under 5 % utvidelse av egenkapitalen), men for større kapitalutvidelser er tegningsretter fremdeles viktigst. Vi finner også at emisjonskursen ved kapitalutvidelser er vesentlig lavere enn markedskursen. Underprisingen er størst i tegningsrettsemisjoner, men også for rettede emisjoner er den typiske underprisingen i perioden så høy som 7%. I våre beregninger har vi ikke sett på andre direkte kostnader ved egenkapitalutvidelser. Disse er ofte betydelige.

## Referanser

- Cronqvist, Henrik og Mattias Nilsson 2005: The choice between rights offerings and private equity placements. *Journal of Financial Economics* 78, s. 345 – 407.
- Eckbo, B. Espen og Ronald Masulis 1995: Seasoned Equity Offerings: A Survey, i Jarrow, Maksimovic og Ziemba (red.): Finance. North-Holland.
- Eckbo, B. Espen Ron Masulis og Øyvind Norli 2007: Security offerings. I Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, Volume 1, s. 233–374. North-Holland.
- Hertzel, Michael og Richard Smith 1993: Market discounts and shareholder gains for placing equity privately. *Journal of Finance* 48, 489 – 485.
- Næs, Randi, Johannes Skjeltorp og Bernt Arne Ødegaard 2008: Bransjesammensetningen av Oslo Børs. *Praktisk Økonomi og Finans*, 24(4), s. 65–73.
- Wruck, Karen 1989: Equity ownership concentration and firm value: Evidence from private equity financings. *Journal of Financial Economics* 23, 3 – 28.