

Egenkapitalutvidelser ved Oslo Børs 1980-2009

Erlend Kvaal og Bernt Arne Ødegaard

Sammendrag

Vi beskriver empirisk utvidelser av egenkapitalen i selskaper på Oslo Børs i perioden etter 1980. Vi viser hvor mye selskaper som allerede er børsnotert innhenter av ny kapital, og vi ser på egenskaper ved disse selskapene. Det er to emisjonstyper for selskaper som utvider egenkapitalen: rettede emisjoner og tegningsrettsemisjoner. Vi viser 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 denne kanalen for innhenting av kapital på Oslo Børs i perioden etter 1980. Hvor mange selskaper henter inn egenkapital, hvor mye, og til hvilke betingelser?

Artikkelen er i hovedsak deskriptiv. Vi ser på noen trekk ved egenkapitalutvidelser i Norge og presenterer empiriske observasjoner. Vi vil i liten grad gå inn på den omfattende akademiske litteraturen, og teoretiske problemstillinger om markedseffektene av egenkapitalutvidelser kommer vi heller ikke inn på.¹

Vi vil først se på omfanget av egenkapitalutvidelser på børsen. Hvor store samlede beløp blir hentet inn hvert år? Deretter går vi ned på selskapsnivå og ser på ulike typer egenkapitalutvidelser, hvor mange selskaper det gjelder, og kjennetegn ved selskaper som typisk henter inn egenkapital på Oslo Børs.

Vi ser deretter på prising av egenkapitalutvidelser. Når det hentes inn ny kapital utstedes denne gjerne med en “rabatt” (underprising). Denne

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

underprisingen er en potensiell kostnad for selskapene som henter inn kapital, en kostnad som kommer i tillegg til den direkte godtgjørelsen til tilrettelegger. Størrelsen på underprising avhenger av emisjonstypen. Vi skiller mellom to hovedtyper: Tegningsrettemisjoner og rettede emisjoner. I artikkelen ser vi separat på trekk ved hver av disse emisjonstypene i den deskriptive statistikken som følger.

For å få perspektiv på kostnadstallene fra Oslo Børs vil vi til slutt gjøre noen internasjonale sammenligninger. Vi ser på hvor godt observasjonene fra Oslo Børs samsvarer med andre børser rundt om i verden.

Artikkelen er bygd opp som følger: Vi vil først, i del 2, 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.

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 tegningsrettemisjoner (eng: “rights offers”) som 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, hvis ikke, kan tegningsrettene selges.

Alternativet til tegningsrettemisjoner er rettede emisjoner (eng: “private placements”). Ved en rettet emisjon selges de nye aksjene til en gruppe nye aksjonærer, som kan være gamle aksjonærer, men ofte ikke er 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 Oslo

Børs Informasjon sine rapporter om “corporate events”.² Vi bruker alle observasjoner der det er registrert en pris som er benyttet ved kapitalutvidelsen, og aksjen er notert på børsen i samme periode.³

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 enkelttransaksjoner, 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 observasjoner. 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 Oslo 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’ hjemmeside. 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 Totaltall for Oslo Børs

La oss først se på egenkapitalemisjoners betydning på Oslo Børs totalt sett. I

² Produktet kalles for “equity feed.” Dokumentasjon er tilgjengelig på Oslo Børs sin hjemmeside, under seksjonen om “markedsdata.”

³Når 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.)

tabell 1 viser vi for hvert år i perioden de totale beløp som blir hentet inn ved egenkapitalutvidelser på børsen, både i kroner og som andel av børsverdier. Vi ser at i kroner har betydningen av Oslo Børs som kapitalkilde for norsk økonomi økt vesentlig i løpet av perioden. For eksempel, i 2006 hentet norske selskaper inn over 43 milliarder kroner. Disse 43 milliardene utgjorde nærmere 3% av børsens totalverdi ved utgangen av 2005.

I tabellen har vi også vist tall separat for tegningsrettemisjoner og rettede emisjoner. Vi ser at i de første årene etter 1980 ble det hovedsaklig brukt tegningsrettemisjoner, men etter hvert er rettede emisjoner blitt mer vanlige. Figur 1 ser mer detaljert på disse to typene emisjoner. Den viser årlige antall av hver type. 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.

4 Emitterende selskaper og emisjonstyper

4.1 Type emisjoner

La oss først se på de to typene emisjoner, tegningsrettsemisjoner og rettede emisjoner. Ovenfor så vi på utviklingen i antall av disse to typene, og vi konstaterte at rettede emisjoner i dag er dominerende. Men i disse tallene kontrollerer vi ikke for eventuelle forskjeller i den relative størrelsen for de to emisjonstypene. Rettede emisjoner er ofte mindre enn tegningsrettsemisjoner sett i forhold 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 utvalget etter emisjonsstørrelsen. Vi grupperer 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.

Tabell 2 viser tallene for de tre gruppene for de to typene emisjoner. 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 tegningsretter fremdeles den viktigste metoden på Oslo Børs.

4.2 Hvilke sektorer henter inn kapital?

Det er også interessant å se hvilke næringer benytter seg av egenkapitalmarkedet. I tabell 3 viser vi fordelingen av antall

egenkapitalutvidelser per GICS sektor.⁴ Den næringssektoren som har brukt det norske egenkapitalmarkedet mest i perioden, er energi. Deretter følger industri og IT. For å se på hvordan denne fordelingen samsvarer med den relative betydningen av bransjen på børsen har vi i Panel B 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 finans har en viss overvekt på 80 (og 2000)-tallet, som kan forklares av behovet for mer egenkapital etter finanskriser.

4.3 Hvor mye utstedes?

Vi så tidligere på fordelingen av antall egenkapitalutvidelser i året gruppert etter størrelsen av emisjonen i forholdet til selskapet. Her ser vi nærmere på hvor mye egenkapital som typisk utstedes. Tabell 4 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 tegningsrett emisjon, 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.

5 Prising av nyemisjoner

La oss nå se på prissettingen av emisjonene. Enten det gjelder en rettet emisjon eller en tegningsrett emisjon, vil en fastsette en aksjekurs som brukes i emisjonen. I en tegningsrett emisjon er dette kursen som en kan kjøpe aksjen for ved å fremlegge et gitt antall tegningsretter. I en rettet emisjon er dette en kontraktsmessig 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 faller under emisjonskursen, noe som ville medføre at kapitalutvidelsen mislykkes.

⁴ GICS standarden er en standard for industriklassifisering som brukes av børsen. Se Næs, Skjeltnor og Ødegaard (2008) for mer detaljer.

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 en verdisenkning for de gamle aksjene. Denne verdisenkningen er en følge av utvanning. Denne aksjonæren vil foretrekke en tegningsrettsemisjon. 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.⁵

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

⁵ 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.

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.

I tabell 5 har vi beregnet 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 gjennomsnitt uforholdsmessig mye. For å kontrollere for dette bruker vi 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.⁶ I perioden etter 1990 har underprisingen vært noenlunde stabil, noe som er illustrert i figur 2, som viser årlige medianverdier av underprisingen.

Legg også merke til (i tabell 5) at den estimerte underkursen er relativt upåvirket av når den måles. Både 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 perioden rundt gjennomføringen av emisjonen.⁷

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 selskapstørrelse. I panel B og C i tabell 5 har vi splittet samplet i to like store grupper, små og store selskaper.⁸ Det virker som det er en viss forskjell i

⁶ 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.

⁷ 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.

⁸ Hvert år beregner vi selskapstørrelsen for alle selskaper på Oslo Børs, og plasserer den minste halvdelen av selskapene i gruppen “små selskaper.”

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.

6 Internasjonale sammenligninger

Til slutt vil vi 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 6 viser emisjonsstørrelsen ved kapitalutvidelser i de forskjellige markedene. Som andel av markedsverdien 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. Årsakene til disse forskjellene skal vi ikke komme inn på i denne artikkelen. Derimot vil vi understreke betydningen av å være oppmerksom på denne strukturelle forskjellen når man bruker amerikanske data til å predikere markedsforhold utenfor USA.

6.2 Underprising

Tabell 7 viser underprising ved tegningsrettsemisjoner ("follow-ons rights issues"). De viktigste målene er underkursen som i forhold til TERP ⁹ og som andel av børskurs ved åpning av handel med nyutstedte aksjer. Den sistnevnte er sammenlignbar med tallene i tabell 5. Tallene her er litt lavere enn i de tidligere norske tallene. Underprisingen på tegningsrettsemisjoner i Oslo er iht. tabell 7 om lag sammenlignbart med nivået i Frankfurt og NYSE, mens Stockholm,

⁹ TERP betyr Theoretical Ex-Rights Price, og er en størrelse som ofte opplyses ved tegningsrettsemisjoner. TERP er definert som $[(\text{Børskurs pr. aksje før emisjon} * \text{antall aksjer før emisjon}) + (\text{Emisjonskurs} * \text{antall nyemitterte aksjer})] / \text{Antall aksjer etter emisjon}$. TERP kan således sies å uttrykke forventet markedsverdi av aksjen etter emisjon, vurdert på beslutningstidspunktet for kapitalutvidelsen.

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 selskapene mindre underkurs enn de store.

Tabell 8 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.

7 Konklusjoner

Vi har sett på egenkapitalutvidelser på Oslo Børs i perioden 1980–2009. 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.

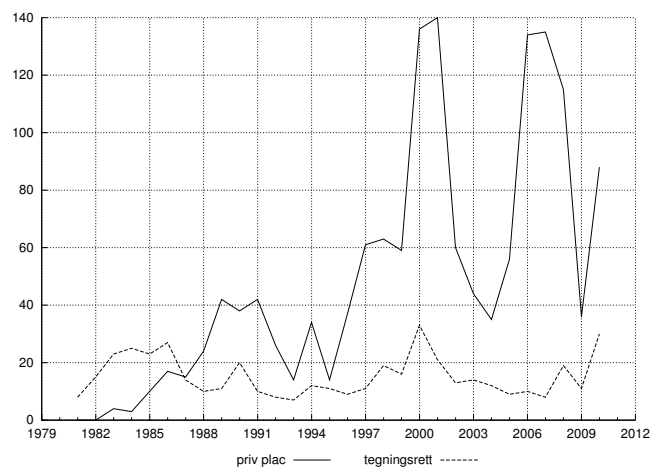
Referanser

B Espen Eckbo, Ron Masulis og Øyvind Norli. Security offerings. I *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Volume 1, s. 233–374. North-Holland, 2007.

Randi Næs, Johannes Skjeltorp og Bernt Arne Ødegaard.

Bransjesammensetningen av Oslo Børs. *Praktisk Økonomi og Finans*, 24(4), s. 65–73, 2008.

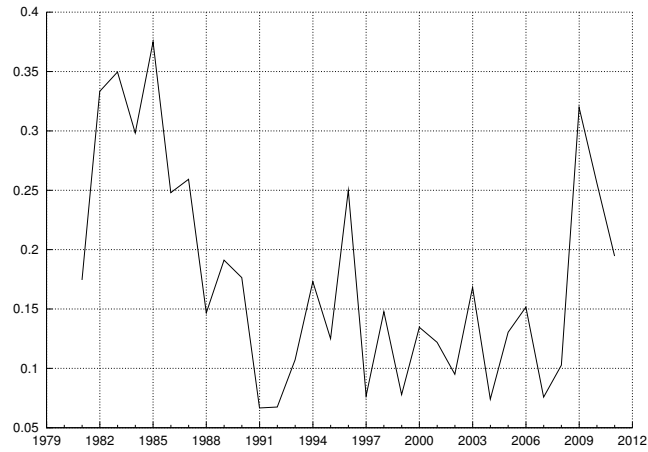
Figur 1: Årlige antall kapitalutvidelser



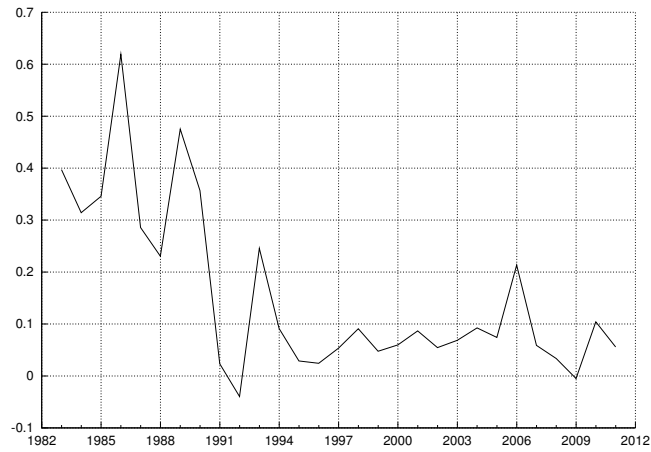
Figurene viser årlig antall av kapitalutvidelser på Oslo Børs. Disse vises separat for tegningsrettemisjoner og rettede emisjoner.

Figur 2: 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.

Tabell 1: Totalverdien av egenkapitalutvidelser på Oslo Børs

År	Beløp (mrd)			Andel av børsverdi (prosent)		
	Alle	T.rett	Rettet	Alle	T.rett	Rettet
1980	0.2	0.2	0.0	1.1	1.1	0.0
1981	0.5	0.5	0.0	3.2	3.2	0.0
1982	1.4	1.3	0.1	7.8	7.5	0.3
1983	2.2	1.9	0.4	13.3	11.0	2.3
1984	1.6	1.1	0.5	4.1	2.8	1.3
1985	3.3	2.8	0.5	6.6	5.5	1.0
1986	2.3	1.5	0.8	3.0	2.0	1.1
1987	1.9	1.6	0.2	2.5	2.2	0.3
1988	4.0	3.7	0.3	5.4	5.1	0.4
1989	6.4	2.8	3.7	6.3	2.7	3.6
1990	6.0	1.6	4.4	3.6	1.0	2.6
1991	2.1	0.9	1.2	1.3	0.5	0.8
1992	3.3	1.8	1.4	2.3	1.3	1.0
1993	7.2	1.7	5.6	6.3	1.4	4.8
1994	8.8	6.3	2.5	4.1	2.9	1.2
1995	3.4	1.1	2.3	1.3	0.4	0.9
1996	6.0	1.4	4.6	2.1	0.5	1.6
1997	11.7	4.9	6.8	2.8	1.2	1.6
1998	8.4	4.6	3.8	1.3	0.7	0.6
1999	22.7	8.1	14.6	4.9	1.8	3.2
2000	39.0	6.1	32.9	6.3	1.0	5.3
2001	26.3	3.0	23.3	3.7	0.4	3.3
2002	4.5	0.8	3.7	0.6	0.1	0.5
2003	4.5	1.2	3.3	0.8	0.2	0.6
2004	7.6	0.9	6.7	0.9	0.1	0.8
2005	13.3	5.1	8.2	1.3	0.5	0.8
2006	43.3	1.0	42.3	2.9	0.1	2.9
2007	39.5	11.9	27.6	2.0	0.6	1.4
2008	6.4	3.5	3.0	0.3	0.2	0.1
2009	42.6	22.5	20.1	4.2	2.2	2.0

Tabellen gir årlige tall for betydningen av egenkapitalutvidelser på Oslo Børs, både ved totalbeløp i kroner, og som prosentandel av børsverdien. I kolonne 1 angis år. I kolonne 2-4 ser vi på beløp i kroner. I tabellen viser vi for hvert år totalbeløpene (i milliarder kroner) som hentes inn i egenkapitalutvidelser, for alle, tegningsrettemisjoner, og rettede emisjoner. I kolonne 5-7 ser vi på egenkapitalutvidelser i forhold til børsverdi. I hvert år ser vi på totalbeløpet som hentes inn i løpet av året i forhold til markedsverdien av aksjene på Oslo Børs ved årslutt året før.

Tabell 2: Totale antall egenkapitalutvidelser

	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

Tabellen oppsummerer 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 samplet 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%).

Tabell 3: Sektorfordeling

Panel A: Antall egenkapitalutvidelser fordelt på sektorer

	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	2211	530	1681	395	209	186	680	150	530	1086	154	932
10 Energi	602	79	523	72	12	60	175	36	139	343	27	316
15 Materialer	110	42	68	28	21	7	38	13	25	41	7	34
20 Industri	461	114	347	106	51	55	158	31	127	188	29	159
25 Forbruk	145	40	105	29	13	16	68	12	56	46	15	31
30 Konsument	87	27	60	17	13	4	9	3	6	61	11	50
35 Helse	82	25	57	4	3	1	17	7	10	53	12	41
40 Finans	263	147	116	103	82	21	70	34	36	83	29	54
45 IT	442	55	387	36	14	22	139	14	125	258	23	235
50 Telekom	17	1	16	0	0	0	4	0	4	13	1	12
55 Forsyning	2	0	2	0	0	0	2	0	2	0	0	0

Panel B: Sektorenes vekt av børsen og egenkapitalutvidelser

Sector(GICS)	1980-89		1990-99		2000-09	
	Andel av børsen	Andel EK emisjoner	Andel av børsen	Andel EK emisjoner	Andel av børsen	Andel EK emisjoner
10 Energi	9.9	11.2	19.2	35.3	42.6	39.9
15 Materialer	10.5	10.1	6.0	3.9	2.8	7.1
20 Industri	38.7	29.4	35.4	20.2	13.6	6.1
25 Forbruk	4.1	1.0	7.5	6.2	6.1	3.0
30 Konsument	7.0	2.3	8.9	0.8	6.5	9.5
35 Helse	4.1	5.3	7.7	1.2	4.3	0.9
40 Finans	21.7	38.2	15.5	15.0	12.4	19.1
45 IT	6.7	2.4	3.8	14.7	6.0	13.5
50 Telekom	0.0	0.0	0.8	1.0	9.4	1.0
55 Forsyning	0.0	0.0	0.4	1.5	1.1	0.0

Tabellen i Panel A oppsummer antall egenkapitalutvidelser, for alle selskapene på børsen, og fordelt på industrisektorer. 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 linjene deler vi samplet i ti forskjellige sektorer etter GICS standarden.

I Panel B 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.

Tabell 4: Andel av selskapet som utstedes

		Kapitalutvidelsen som andel av eksisterende							
		Snitt	Stavvik	min	Q1	median	Q3	max	<i>n</i>
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 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*).

Tabell 5: Underprising

Panel A: Alle selskaper

Periode	Tegningsrettemisjoner								Rettede emisjoner							
	Median	Ex dato		Gjennomføringsdato				Median	En uke før		Gjennomføringsdato					
		Alle	Underprising	Median	Gjennomsnitt	Alle	Underprising		Median	Gjennomsnitt	Alle	Underprising	Median	Gjennomsnitt		
< 0.5	< 0.25	< 0.5	< 0.25	< 0.5	< 0.25	< 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	Gjennomsnitt	Alle	Underprising		Median	Gjennomsnitt	Alle	Underprising	Median	Gjennomsnitt		
< 0.5	< 0.25	< 0.5	< 0.25	< 0.5	< 0.25	< 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	Gjennomsnitt	Alle	Underprising		Median	Gjennomsnitt	Alle	Underprising	Median	Gjennomsnitt		
< 0.5	< 0.25	< 0.5	< 0.25	< 0.5	< 0.25	< 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.

Tabell 6: 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 7: Underprising ved tegningsrettsemisjoner internasjonalt

	<i>N</i>	Markeds -verdi før emisjon (median)	Underkurs ift. TERP (median)	Underkurs (median) ift. børskurs på		
				Handels -start	Dag +1	Uke +1
Oslo						
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
Stockholm						
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
København						
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.
Frankfurt						
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
London						
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
New York (NYSE)						
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 8: Underprising ved rettede emisjoner internasjonalt.

	N	Markeds -verdi før emisjon (median)	Underkurs (median) ift. børskurs på Handels -start	Dag +1	Uke +1
Oslo					
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
Stockholm					
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
København					
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
Frankfurt					
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
London					
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
New York (NYSE)					
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.