

Avkastningstall rundt rettede emisjoner i perioden 2004-2010: Foreløpige resultater

Tore E. Leite, NHH

NUES Forum 20. oktober 2011

Bakgrunn

- Undersøkelsen er et initiativ fra NUES med økonomisk støtte fra Finansmarkedsfondet.
- Den utføres av NHH-studentene Geir Ove Fagerheim og Stefan Slemdal som en del av sin masteroppgave under veiledning av professors Thore Johnsen og Tore Leite
- Utvalget inkluderer 222 kontantemisjoner i perioden 2004-2010. Emisjoner brukt som vederlag ved transaksjoner og del av et insentivprogram for ansatte er utelatt.
- Våre tall viser at rundt 60% av selskapene på Oslo Børs ble gitt emisjonsfullmakt av GF i perioden 2004-2010 og at andelen selskaper som får en slik fullmakt har vært jevnt stigende fra 45% i 2004 til 68% i 2010
- Våre tall viser også at andelen av rettede emisjoner relativt til tegningsrettemisjoner har vært jevnt stigende i perioden (med

Meravkastning (dvs. unormal avkastning)

- Meravkastning er målt ved observert dagsavkastning, r_t , minus risikojustert normalavkastning, nr_t :

$$AR_t = r_t - nr_t$$

- Meravkastning over tid er gitt ved akkumulert AR_t :

$$CAR(t_i, t_j) = \sum_{t=t_i}^{t_j} AR_t$$

- AR_t er estimert for annonseringsdag for emisjon og $CAR(t_i, t_j)$ året før emisjonsannonsering og to år etter annonsering.
- Rapporterer estimerte verdier unormal avkastning dersom disse er statistisk sett forskjellig fra null, og $\cong 0$ hvis ikke
- Rapporterte tall er basert på β -justert normalavkastning. Bruk av Fama&French-faktorene endrer ikke resultatene.

Meravkastning (AR_t) annonseringsdag

- Ujustert estimert AR_t på annonseringsdag er -1.5%
- AR_t justert for utvanning av eksisterende aksjonærer er imidlertid $\cong 0$
- Markedet ser dermed ikke ut til å betrakte annonsering av rettet emisjon som en informasjonsbegivenhet
- Ingen forskjell (statistisk sett) i AR_t på annonseringsdag når utvalget deles opp i market cap, pris/bok, bransje og intensjon

Langtidseffekter: Hele utvalget

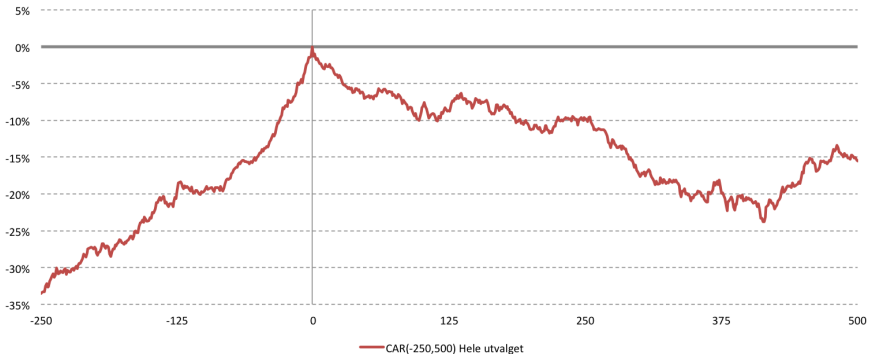
- *CAR* før og etter annonsering:

$CAR(-250, -1)$	$CAR(1, 250)$	$CAR(1, 500)$
28.6%	$\cong 0$	-16.1%

- *CAR* fra før til etter annonsering:

$CAR(-250, 250)$	$CAR(-250, 500)$
21.5%	$\cong 0$

Langtidseffekter: Hele utvalget



Langtidseffekter: Utvalget oppdelt på Market Cap

- CAR før og etter annonsering:

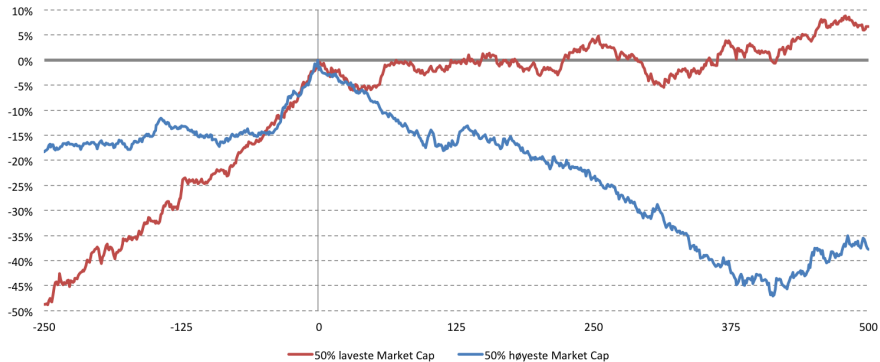
	$CAR(-250, -1)$	$CAR(1, 250)$	$CAR(1, 500)$
50% største	17.2%	-17.2%	-34.2%
50% minste	39.2%	$\cong 0$	$\cong 0$

- CAR fra før til etter annonsering:

	$CAR(-250, 250)$	$CAR(-250, 500)$
50% største	$\cong 0$	-18.9%
50% minste	41.6%	51.8%

- ◇ Pass på at det er de 50% største og minste i *utvalget*, ikke på OB

Langtidseffekter: Market Cap



Langtidseffekter: Utvalget oppdelt på Pris/Bok

- CAR før og etter annonsering:

	$CAR(-250, -1)$	$CAR(1, 250)$	$CAR(1, 500)$
vekst (50% høyeste)	12.9%	-25.4%	-41.2.%
verdi (50% laveste)	44.8%	$\cong 0$	$\cong 0$

- CAR fra før til etter annonsering:

	$CAR(-250, 250)$	$CAR(-250, 500)$
vekstaksjer (50% høyeste)	$\cong 0$	-30.7%
verdiaksjer (50% laveste)	54.7%	65.2%

Langtidseffekter: Pris/Bok



Oppsummering

- Ingen signifikant reaksjon i markedskurs på emisjonsdag (annonseringsdag).
- For hele utvalget finner vi en sterk positiv meravkastning i året før emisjon, og en moderat negativ meravkastning i perioden to år etter emisjon.
- Når utvalget deles opp i market cap, finner vi en sterk positiv meravkastning for begge kategorier i forkant av emisjon, og en sterk negativ meravkastning i etterkant for de 50% største selskapene i utvalget.
- Når utvalget deles opp i pris/bok, finner vi en sterk positiv meravkastning for begge kategorier i forkant av emisjon, og en sterk negativ meravkastning i etterkant for selskaper med høy pris/bok.