

Øyvind Bøhren, B. Espen Eckbo og Dag Michalsen:

Norske aksjeemisjoner*

Vi har undersøkt 200 av totalt 204 offentlige aksjeemisjoner på Oslo Børs i perioden 1980–1993. I disse årene skjer det en kraftig økning i den enkelte emisjons absolutte og relative størrelse, og de fleste selskaper forlater bruken av ikke-garanterte emisjoner til fordel for garanterte. Dette foregår til tross for at ikke-garanterte emisjoner gir lavere direkte emisjonskostnader (4% kontra 5% av tegningsbeløpet) og gunstigere markedsreaksjon (1.5% uventet aksjeavkastning kontra null). Selskapets eksisterende eiere kjøper i gjennomsnitt over 90% av de nye aksjene, kjøper mest ved ikke-garanterte, og emisjonen medfører bare ubetydelige endringer i eierstrukturen. Typisk tegningsrabatt er 30% av markedskursen, den er normalt størst ved ikke-garanterte, og den faller over tid. Norske aksjeemisjoner har høye direkte kostnader og stor rabatt. Emisjonene følger det internasjonale mønsteret med gradvis overgang fra ikke-garanterte til garanterte, og de møter samme markedsreaksjon som i de fleste andre land. Fremtidige norske aksjeemisjoner vil muligens inkludere en variant der hele emisjonen selges til et konsortium som videreselger aksjene uten bruk av tegningsretter. Dette er vanlig emisjonspraksis i større aksjemarkeder.



Øyvind Bøhren (47) er professor i finansiell økonomi ved Handelshøyskolen BI. Han arbeider nå primært med analyser av aksjeemisjoner, eierstruktur og utbyttepolitikk i norske selskaper. Bøhren er medforfatter på to praksisorienterte lærebøker om investerings- og finansieringsprosjekter. Hans rådgivningsvirksomhet er innen prosjektanalyse og verdsettelse.



B. Espen Eckbo (44) er Gösta Olsons professor i finansøkonomi ved Handelshögskolan i Stockholm og professor II ved NHH. Han var ved University of British Columbia i 1981–1996 og har vært gjesteprofessor ved bl.a. UCLA, INSEAD, NHH og Handelshøyskolen BI. Hans forskning behandler bl.a. økonomiske analyser av foretakets finansielle beslutninger, verdivirkninger av selskapsfusjoner samt offentlig regulering av verdipapirmarkeder.



Dag Michalsen (50) er førsteamanuensis i finans og Program Director for MSc-programmet i finansiell økonomi ved Handelshøyskolen BI. Michalsen er medforfatter av en lærebok i finans. Han arbeider for tiden med forskningsprosjekter om norske selskapers egenkapital-emisjoner og dividendepolitikk.

1. Innledning

Aksjeemisjoner er en viktig finansieringskilde for børsnoterte selskaper i Norge. Ser vi eksempelvis på perioden 1990–1994, var disse selskapenes totale kapitaltilgang ca. 100 milliarder kroner. Av dette beløpet utgjorde økt gjeld 60 milliarder, mens tilbakeholdt overskudd og nyemittert egenkapital var henholdsvis 13 og 27 milliarder. Salg av nye aksjer sto altså for drøyt en fjerdedel av kapitaltilgangen og nesten 70% av veksten i egenkapitalfinansieringen¹.

I dag er det økende interesse for å investere i norske aksjer, spesielt hos utenlandske og norske institusjonelle investorer. Samtidig sier både næringslivet selv og politikere at gjeldsgraden bør reduseres og at bedret konkurranseevne krever styrket egenkapitalfinansiering. Dette indikerer at også i fremtiden vil selskapene ønske å finansiere betydelige deler av sin vekst med egenkapital, og at det vil være gode muligheter for å gjøre dette via aksjeemisjoner.

Hensikten med denne artikkelen er å gi en syste-

* Artikkelen er basert på et forskningsprosjekt som er økonomisk støttet av Norges Forskningsråd.

1. Ifølge Brodin (1994) sto aksjeemisjoner for 35% av egenkapitaløkningen i 1982–1992 og for 52% i 1987–1992.

matisk oversikt over en rekke sentrale kjennetegn ved norske emisjoner av egenkapital (dvs. primærmarkedet for aksjer) i åtti- og nittiårene. Basert på data om emisjoner på Oslo Børs i perioden 1980–1993 vil vi redegjøre for hvor ofte selskapene emitterte og hvor store de enkelte emisjoner var, hvordan selskapene valgte mellom alternative emisjonstyper, hvilken tegningskurs som ble satt i forhold til markedskurs, hvor store emisjonskostnader selskapene måtte betale og hva slags eierstruktur de hadde før og etter emisjonen. På investorsiden dokumenterer vi i hvilken grad gamle (eksisterende) aksjonærer valgte å delta i emisjonene, hvilke emisjonskostnader de måtte betale og hvordan markedet reagerte på selskapets emisjonsplaner gjennom å justere prisen på selskapets allerede utstedte aksjer i sekundærmarkedet.

Denne artikkelen bygger på et forskningsprosjekt som er delvis finansiert gjennom Norges Forskningsråd. Den underliggende forskningsrapporten inneholder bl.a. teorigrunnlag, litteraturreferanser samt langt mer omfattende og detaljerte resultater (Bøhren, Eckbo og Michalsen, 1996).

2. Emisjonstyper

Før vi går inn på resultatene i avsnitt 3, gis først en kort oversikt over de alternative emisjonstyper et norsk aksjeselskap kan velge mellom.

En aksjeemisjon er enten offentlig eller privat. Ved en *offentlig emisjon* tilbys de nye aksjene i det åpne marked til enhver som kan betale tegningskursen og som (når det er tegningsrettsemissjon) i tillegg kan fremvise et tilstrekkelig antall tegningsretter. I en privat eller *rettet emisjon* tilbys de nye aksjene til en utvalgt, engere krets av investorer. Både ved offentlige og rettede emisjoner kan gamle aksjonærer vedta å frafalle sin lovbestemte fortrinnsrett til å tegne nye aksjer. Mens dette alltid skjer ved rettede emisjoner, er det unntaket snarere enn regelen at de offentlige skjer uten tegningsretter.

Velger selskapet en offentlig emisjon, er neste beslutning hvorvidt emisjonen skal være garantert eller ikke-garantert. Ved en *garantert emisjon* blir det etablert et garantikonsortium. Medlemmene i dette konsortiet gir en forsikring om at dersom det ved tegningsperiodens utløp fortsatt finnes nye aksjer som ikke er solgt, vil konsortiet tre inn. Har de gitt en *fulltegningsgaranti*, er konsortiet forpliktet til å kjøpe samtlige usolgte aksjer uansett hvor mange dette er. Ved en *deltegningsgaranti* vil garantiandelen og garantistartpunktet (første eller siste del) sammen avgjøre hvor mange usolgte aksjer som overtas. Er det eksempelvis gitt en delgaranti for 50% i en situasjon der bare 40% av aksjene blir solgt i tegningsperioden, vil garanti for første del bety at konsortiet overtar 10% av de nye aksjene, og halvparten av emisjonen

forblir usolgt. Gjelder garantien siste del, kjøper derimot konsortiet halvparten av hele emisjonen, og kun 10% av aksjene forblir usolgt. Ved samme garantian- del er derfor en garanti for siste del mer verdifull enn for den første.

En *ikke-garantert emisjon* innebærer at det ikke opprettes noe garantikonsortium. I forhold til en fulltegningsgaranti blir derfor innbetalingen til selskapet redusert med et beløp tilsvarende tegningskursen for hver aksje som ikke er solgt ved tegningsperiodens utløp.

3. Emisjonshyppighet og -volum

Tabell 1 viser antall emisjoner og emisjonsvolum på Oslo Børs i perioden 1980–1993, fordelt på rettede emisjoner og offentlige emisjoner med tegningsrett².

Det er gjennomført 398 aksjeemisjoner av børsnoterte selskaper i denne fjortenårsperioden. Regnet i faste 1993- priser tilførte dette selskapene ca. 40 milliarder kroner³. Totalt antall emisjoner er omtrent identisk for de to emisjonstypene, mens totalvolumet er nesten dobbelt så stort ved de offentlige. Dette reflekteres bl.a. i at gjennomsnittlig beløp pr emisjon er 92 millioner 1993-kroner for de rettede og 158 millioner for de offentlige.

Tidsutviklingen er også verd å merke seg. Det er betydelige variasjoner i antall og volum fra et år til et annet. Gjennomgående er likevel både antall og volum stigende mot en topp rundt 1990, for deretter å legge seg på ca. 35 emisjoner og 4 milliarder årlig. Et markant trekk er også at de offentlige emisjoner dominerer frem til 1986, og at de rettede stadig er mer fremtredende deretter: Mens de offentlige står for 80% av volumet i de fire første årene av perioden, faller andelen til 51% i de fire siste.

Vår undersøkelse dreier seg om 200 av de 204 offentlige emisjonene fra tabell 1. Tabell 2 viser fordelingen av disse emisjonene over tid, splittet opp i henholdsvis ikke-garanterte og garanterte. For hver av de to emisjonstypene vises separate tall for finansielle (bank, forsikring og finansforetak) og ikke-finansielle (alle andre) selskaper⁴.

2. Alle emisjoner er oppført ifølge innbetalingsåret. Vi har sett bort fra emisjoner rettet mot ansatte og emisjoner som ikke medfører innbetaling til selskapet, slik som nye aksjer som oppgjør for en fusjon. Offentlige emisjoner ved børsintroduksjoner er også utelatt. Ifølge Nørland (1995) ble det gjennomført 158 børsintroduksjoner på Oslo Børs i perioden 1984–94.

3. Mens aksjeemisjoner innebærer en overføring av ressurser fra eierne til selskapet, er dividendebetalinger (utbytte) det motsatte. Nettoeffekten av disse to kontantstrømmene i norske børsnoterte selskaper de siste femten år er nylig kartlagt av Bøhren, Eckbo, Michalsen og Smith (1996).

4. Finansielle selskapers kapitalstruktur er sterkere regulert og mer offentlig overvåket enn de ikke-finansielles. Derfor undersøker vi om deres emisjonspraksis og markedets reaksjon på denne er annerledes enn for andre selskaper.

Tabell 1. Årlig fordeling etter innbetalingsår for offentlige og private aksjeemisjoner for selskaper notert på Oslo Børs 1980–93¹. Alle beløp i millioner kroner. Reelle beløp i 1993-priser.

Innbetalingsår	Rettede emisjoner			Offentlige emisjoner			Totalt	
	Antall	Nominelt beløp	Reelt beløp	Antall	Nominelt beløp	Reelt beløp	reelt beløp	Andel offentlige
1980	0	0	0	5	195	440	440	100
1981	0	0	0	10	241	478	478	100
1982	3	219	391	21	1152	2056	2447	84
1983	3	442	728	20	1077	1772	2499	71
1984	9	799	1237	30	1855	2873	4110	70
1985	6	751	1101	23	2026	2968	4069	73
1986	10	1107	1513	18	2119	2897	4410	66
1987	14	280	352	9	870	1094	1447	76
1988	22	198	234	11	4590	5409	5643	96
1989	27	3274	3690	20	2599	2929	6620	44
1990	34	4119	4460	9	1815	1965	6425	31
1991	24	1358	1422	7	1131	1184	2606	45
1992	16	996	1019	7	3805	3893	4911	79
1993	26	1705	1705	14	2205	2205	3911	56
Sum	194	15250	17852	204	25680	32163	50015	
Snitt pr år	14	1089	1275	15	1834	2297	3572	71
Snitt pr emisjon		79	92		126	158	126	

1. Datakilder er Oslo Børs daglige kurslister og selskapenes årsrapporter.

Tabell 2. Årlig fordeling etter annonseringsår for 200 offentlige aksjeemisjoner uten og med garanti for selskaper notert på Oslo Børs 1980–93¹.

Annonseringsår	Alle emisjoner	Ikke-garanterte emisjoner			Garanterte emisjoner		
		Totalt	Finansielle	Ikke-finansielle	Totalt	Finansielle	Ikke-finansielle
1980	4	4	3	1	0	0	0
1981	13	9	5	4	4	0	4
1982	19	17	8	9	2	0	2
1983	29	20	9	11	9	2	7
1984	24	10	5	5	14	3	11
1985	24	11	4	7	13	1	12
1986	14	4	3	1	10	4	6
1987	8	1	0	1	7	1	6
1988	10	0	0	0	10	2	8
1989	21	2	0	2	19	6	13
1990	9	0	0	0	9	0	9
1991	5	0	0	0	5	1	4
1992	8	0	0	0	8	3	5
1993	12	1	0	1	11	2	9
Sum	200	79	37	42	121	25	96
(% av alle)	(100)	(39)	(18)	(21)	(61)	(13)	(48)

1. Datakilder er Oslo Børs daglige kurslister og selskapenes årsrapporter.

Av de 200 emisjonene er ca. 40% uten garanti. Vi har slått sammen emisjoner med full eller delvis garanti til kategorien garanterte emisjoner. I denne gruppen viser det seg at 70% av de 121 garanterte emisjonene har fulltegningsgaranti, at de delvis garanterte har en gjennomsnittlig garantiandel på 48%, og at alle delgarantiene gjelder siste del av emisjonsbeløpet.

Sammenligner vi de to selskapstypene, ser vi at finansselskapene velger ikke-garantert emisjon langt hyppigere enn de andre: Selv om finansselskapene bare gjennomfører snaut en tredjedel av de 200 emisjonene, står de for nesten halvparten av de ikke-garanterte.

Endelig er det et helt markant trekk ved tidsutviklingen for begge selskapstypene. Ikke-garanterte emi-

sjoner velges hyppig frem til 1985, for deretter praktisk talt å forsvinne: Tre fjerdedeler av de ikke-garanterte emisjonene foregår før 1985, mens tre fjerdedeler av de garanterte skjer etter 1984. I avsnitt 7–9 kommer vi tilbake til hva som kan være årsaken til dette mønsteret. Tilsvarende tendens oppsto forøvrig i de nordamerikanske og japanske kapitalmarkedene for henholdsvis tyve og ti år siden.

4. Emisjonsstørrelse

Mens vi så langt har fokusert på samlet emisjonsvolum, vil vi i resten av artikkelen studere egenskaper ved den enkelte emisjon. I dette avsnittet er spørsmålet i hvilken grad den typiske aksjeemisjon på Oslo Børs kan kalles stor eller liten utfra hva slags endringer den medfører for det emitterende selskapet.

Tabell 3 viser gjennomsnittlig emisjonsstørrelse målt ved hhv. relativ økning i antall utestående aksjer, emisjonsbeløp i millioner kroner og emisjonsbeløp relativt til egenkapitalens markedsverdi før emisjonen. Det fjerde nøkkeltallet er gjennomsnittlig markedsverdi av egenkapitalen før emisjonen. Siden vi allerede har konstatert et skift i den relative bruken av de to emisjonstypene rundt 1985, viser tabellen separate størrelsesmål for de to delperiodene 1980–1984 og 1985–1993.

Det første klare trekk i tabell 3 er at en typisk aksjeemisjon er stor. Uansett størrelsesmål medfører

den en betydelig økning i tilgjengelige ressurser. Eksempelvis ser vi at i perioden 1980–84 gir en emisjon i gjennomsnitt det finansielle selskapet en 35–40% økning i antall utestående aksjer, avhengig av emisjonsform. Dette tilsvarer en vekst i egenkapitalens markedsverdi på 20–25%.

For det andre øker alle størrelsesmål markant over tid. Et eksempel er garanterte emisjoner i ikke-finansielle selskaper. Sammenlignet med 1980–84 skjer det nesten en dobling i relativ aksjevekst pr emisjon i den etterfølgende perioden, og emisjonsbeløpet er nå mer enn tre ganger høyere i forhold til egenkapitalens markedsverdi før emisjonen.

Det tredje inntrykket er at garanterte emisjoner er større enn ikke-garanterte, og at garanterte velges av større selskaper. Eksempelvis viser tabellen at i finansielle selskaper i 1985–93 er gjennomsnittlig emisjonsbeløp 75 mill. ved ikke-garanterte og 318 mill. ved garanterte. De som velger garantert emisjon, har dessuten en egenkapital hvis markedsverdi er ca. fire ganger større enn i selskaper med ikke-garanterte.

5. Emisjonens tegningskurs

Tegningskursen eller emisjonskursen er den pris investor må betale for en ny aksje. Avhengig av forholdet mellom antall gamle og antall nye aksjer må kjøperen av nye aksjer også levere et visst antall tegningsretter. Systemet med tegningsretter følger av

Tabell 3. Gjennomsnittlig størrelse på emisjonen og det emitterende selskap for selskaper notert på Oslo Børs 1980–93¹.

	Alle emisjoner	Ikke-garanterte emisjoner		Garanterte emisjoner	
		Finansielle	Ikke-finansielle	Finansielle	Ikke-finansielle
I: Utvalgsperiode 1980 til og med 1984					
Antall observasjoner	89	30	30	5	24
Ant. emitterte aksjer i % av ant. gamle aksjer	37.0	35.0	36.5	40.2	39.5
Emisjonsbeløp; millioner NOK	59	74	41	110	54
Emisjonsbeløp i % av egenkapitalens MV ²	18.3	24.7	11.9	21.4	17.6
MV av egenkapital; millioner NOK	520	321	730	592	492
II: Utvalgsperiode 1985 til og med 1993					
Antall observasjoner	111	7	12	20	72
Ant. emitterte aksjer i % av ant. gamle aksjer	72.2	42.9	64.7	73.3	76.0
Emisjonsbeløp; millioner NOK	183	75	105	318	170
Emisjonsbeløp i % av egenkapitalens MV ²	64.3	29.8	52.0	95.0 ³	61.2
MV av egenkapital; millioner NOK	662	325	353	1316	565

1. Datakilder er Oslo Børs daglige kurslister, selskapenes årsrapporter, Oslo Børs Informasjon og emisjonsprospekter.

2. Markedsverdi av egenkapital.

3. Medianen er 26%.

lovgivningen og selskapets statutter, som sier at gamle aksjonærer har fortrinnsrett til å tegne. Det utstedes derfor en tegningsrett til gamle aksjonærer for hver aksje de eier før emisjonen.

Dersom ledelsen i det emitterende selskapet vil sikre at emisjonen blir fulltegnet, kan dette oppnås på to alternative måter. Den ene muligheten er å kjøpe fulltegningsgaranti fra et konsortium, som trer inn og betaler tegningskursen for alle aksjer som ikke er solgt ved tegningsperiodens utløp. Selv om markedskursen på de gamle aksjene (i sekundærmarkedet) skulle ligge under tegningskursen (i primærmarkedet) ved tegningsperiodens utløp, vil selskapet likevel motta tegningskursen for alle usolgte aksjer, siden disse overtas av konsortiet til full pris.

Uten garanti vil imidlertid en markedskurs som ligger under tegningskursen ved tegningsperiodens utløp medføre at emisjonen ikke fulltegnes. Dette skjer fordi det da er billigere for investor å kjøpe den gamle aksjen i sekundærmarkedet enn den nye i primærmarkedet. Den andre måten å sikre fulltegning på er derfor å fastsette en så lav tegningskurs at denne med stor sikkerhet vil bli liggende under markedskursen på de gamle aksjene ved tegningsperiodens utløp. Siden verdien av tegningsrettene pr ny aksje til enhver tid vil tilsvare omtrent differansen mellom markedskurs og tegningskurs, vil gamle aksjonærer ikke tape noe på at det settes en lav emisjonskurs. Dessuten vil den lave emisjonskursen gi en høy verdi på tegningsrettene. Dette medfører at gamle aksjonærer som ikke ønsker å delta i emisjonen (dvs. som ikke selv benytter sine tegningsretter) har et stort økonomisk insentiv til ikke å la rettene løpe ut ubrukt, men i stedet selge dem til investorer som ønsker å tegne. Dermed vil en lav tegningskurs samtidig medvirke til at ikke-deltakende gamle aksjonærer erstattes av andre som vil tegne. Garanti og lav emisjonskurs (dvs. såkalt høy emisjonsrabatt) er derfor substituerbare mekanismer

utfra et formål om å sikre at flest mulig nye aksjer blir solgt.

Rabattspørsmålet er likevel ikke så enkelt at selskapet uten videre bør sette en så lav tegningskurs at den fullstendig eliminerer sjansen for mislykket tegning. Verken gamle aksjonærer eller ledelsen vil normalt ønske en tegningskurs som er så lav at veksten i antall utestående aksjer (dvs. den andel av selskapet som selges gjennom emisjonen) blir urimelig stor i forhold til emittert beløp. Sammenlignet med f.eks. USA er det dessuten institusjonelle forhold i Norge som gjør det vanskeligere å fastsette en optimal emisjonsrabatt, hensyn tatt både til fulltegnings- og utvanningsspørsmålet. I USA bestemmes tegningskursen dagen før tegningsperioden starter. Siden en da kjenner markedskursen på aksjene rett før tegningsstart, er det relativt enkelt å sette emisjonskursen slik at rabatten ved tegningsperiodens utløp blir omtrent slik selskapet ønsker.

I Norge er det en mye lengre periode fra det tidspunkt da emisjonskursen må bestemmes til tegningsperioden utløper. Lovgivningen sier at det må gå minst tre uker mellom emisjonsannonsering og tegningsstart. Deretter må selve tegningsperioden vare i minst to uker. Våre emisjonsdata viser at det i gjennomsnitt går hele åtte uker fra annonsering til tegningsperiodens utløp⁵. Dermed blir det tilsvarende problematisk å sette en optimal tegningskurs. Vi vil derfor vente at norske institusjonelle forhold tenderer til å gi høye emisjonsrabatter og muligens også større bruk av garanterte emisjoner, spesielt for aksjer med store kursbevegelser.

Sentrale egenskaper ved tegningskurs og emisjonsrabatt er vist i tabell 4. I forhold til markedskursen på annonseringsdagen ligger tegningskursen i gjennomsnitt 11–67% lavere, avhengig av selskapstype, emisjonskurs og emisjonsdato. For øvrig tar det i gjennomsnitt 40 dager fra utløpet av tegningsperioden til innbetalingsdato for tegningsbeløpet.

Tabell 4. Gjennomsnittlig, prosentvis tegningsrabatt i forhold til aksjens markedskurs i sekundærmarkedet dagen før emisjonsannonseringsdag for aksjeemisjoner på Oslo Børs i perioden 1980–93¹.

	Alle emisjoner	Ikke-garanterte emisjoner		Garanterte emisjoner	
		Finansielle	Ikke-finansielle	Finansielle	Ikke-finansielle
I: Utvalgsperiode 1980 til og med 1984					
Antall observasjoner	89	30	30	5	24
Tegningsrabatt ²	49.3	29.0	67.4	38.7	54.2
II: Utvalgsperiode 1985 til og med 1993					
Antall observasjoner	111	7	12	20	72
Tegningsrabatt ²	18.7	26.1	24.9	11.0	19.1

1. Datakilder er Oslo Børs daglige kurslister, selskapenes årsrapporter og kunngjøringer i aviser (typisk Dagens Næringsliv)

2. Tegningsrabatt = (Tegningskurs – Markedskurs dagen før annonsering) / Markedskurs dagen før annonsering.

Tabell 5. Gjennomsnittlig tegningsandel i prosent for gamle aksjonærer i aksjeemisjoner utført av selskaper notert på Oslo Børs 1980–93¹.

	Alle emisjoner	1980 – 1984		1985 – 1993	
		Finansielle	Ikke-finansielle	Finansielle	Ikke-finansielle
I: Ikke-garanterte emisjoner					
Antall observasjoner	79	30	30	7	12
Andel av emisjoner tegnet av gamle aksjonærer ² , %	94.4	95.9	94.3	96.3	89.1
II: Garanterte emisjoner					
Antall observasjoner	121	5	24	20	72
Andel av emisjoner tegnet av gamle aksjonærer ² , %	86.7	88.9	91.9	87.9	84.5

1. Datakilder er emisjonsprospekter, selskapenes årsrapporter og Oslo Børs Informasjon.

2. Gjennomsnittet inkluderer emisjoner helt uten omsetning av tegningsretter.

sjonsform og tidsperiode⁶. I første delperiode er det for de finansielle selskapene faktisk større gjennomsnittlig rabatt ved garanterte emisjoner enn ved ikke-garanterte. Rabatt og garanti er altså her komplementære snarere enn substitutter, mens de andre tilfellene som ventet reflekterer at rabatten avtar når selskapet går fra ikke-garantert til garantert emisjon.

For øvrig ser vi at for begge emisjonstyper er gjennomsnittlig rabatt lavere i andre delperiode enn i første, spesielt i de ikke-finansielle selskapene. Sammenlignet med tilsvarende emisjonstyper i USA er rabatten uansett høy. Eksempelvis er typisk rabatt ved amerikanske ikke-garanterte emisjoner 15–20%.

6. Eiernes emisjonsdeltakelse

Er det typisk slik i Norge at selskapets eiere deltar i emisjonen i forhold til sin relative eierandel før emisjonen, eller medfører emisjoner en markant endring i eierstruktur? For gamle aksjonærer er det jo fullt mulig å avstå fra tegning ved å selge rettene til andre investorer i løpet av tegningsperioden. Jo flere gamle aksjonærer som selger sine retter, desto mer endres eierstrukturen.

Hvis en tegningsrett som selges normalt går til nye eiere og dessuten omsettes kun en gang, vil omsetningen av tegningsretter i seg selv være et mål på i hvilken grad gamle aksjonærer deltar i emisjonen. Vi har anslått andelen nye aksjer tegnet av gamle aksjonærer som

$$k = 1 - \frac{\text{antall omsatte tegningsretter}}{\text{totalt antall tegningsretter}}$$

Er $k=0$, går hele emisjonen til nye eiere. Ved motsatte

6. Vi har også sammenlignet tegningskursen med markedskursen på siste tegningsdag. Gjennomgående er de tilsvarende rabattene noe lavere.

ytterlighet er $k=1$, dvs. alle nye aksjer kjøpes av gamle aksjonærer.

Tabell 5, som viser gjennomsnittlig k i vårt materiale, forteller en tydelig historie. For det første er det gjennomgående høy emisjonsdeltakelse fra gamle aksjonærers side: 94.4% ved ikke-garanterte og 86.7% ved garanterte. Det andre poenget er at for gitt selskapstype og tidsperiode deltar gamle aksjonærer i gjennomsnitt mest ved ikke-garanterte emisjoner. I første delperiode er eksempelvis deltakelsen i finansielle selskapers emisjoner 95.9% i ikke-garanterte og 88.9% i garanterte. Endelig ser vi at bortsett fra for kombinasjonen finansielle selskaper og ikke-garanterte emisjoner er deltakelsen lavere i andre delperiode enn i første.

Disse resultatene indikerer at en typisk norsk tegningsrettsemisjon har beskjedne konsekvenser for selskapets eierstruktur. Dette inntrykket bekreftes av eksplisitte eierstrukturdata for de 200 emisjonene. Ser vi f.eks. på den andel av selskapet som eies av de 20 største aksjonærene ved årsslutt før og etter emisjonen, endres denne fra 54% til 53.9% ved ikke-garanterte emisjoner i 1980–84. Tilsvarende mangel på endring finner vi i den gjennomsnittlige eierandel for selskapets innsidere (styre og daglig ledelse), som går fra 11.4% til 10.6% når det gjennomføres ikke-garanterte emisjoner i perioden 1985–94⁷.

På tross av at andre kilder forteller om betydelige eierstrukturendringer på Oslo Børs i undersøkelsesperioden⁸, viser våre resultater at disse effektene ikke har oppstått via primærmarkedet, hvor gamle aksjonærer i svært stor grad opprettholder sine relative eierandeler gjennom emisjonsdeltakelse. De store eier-

7. Vi finner for øvrig bare små gjennomsnittlige forskjeller i eierstruktur mellom de selskaper som velger garanterte og de som velger ikke-garanterte emisjoner.

8. Eksempelvis økte utenlandsandelen på Oslo Børs fra 18.2% i 1984 til 28.3% i 1993.

Tabell 6. Gjennomsnittlige direkte emisjonskostnader i prosent av emittert beløp for 143 aksjeemisjoner utført av selskaper notert på Oslo Børs 1980–93. Antall emisjoner i parentes.

Emisjonsstørrelse (millioner NOK)	Ikke-garanterte emisjoner		Garanterte emisjoner	
	Finansielle	Ikke-finansielle	Finansielle	Ikke-finansielle
I: Direkte emisjonskostnader for selskapet¹				
≤10.0	(0)	4.6 (5)	3.9 (1)	3.7 (4)
10.1-100.0	2.4 (8)	2.6 (15)	3.0 (8)	4.4 (52)
100.1-500.0	1.3 (1)	2.2 (3)	3.2 (13)	3.7 (21)
>500.0	(0)	(0)	2.5 (2)	3.4 (7)
Alle emisjoner	2.3 (9)	3.0 (23)	3.1 (24)	4.1 (84)
II: Direkte emisjonskostnader for selskapet pluss gamle aksjonærs tegningskostnader				
≤10.0	(0)	6.0 (5)	5.0 (1)	5.2 (4)
10.1-100.0	3.8 (8)	3.9 (15)	4.3 (8)	5.6 (52)
100.1-500.0	2.7 (1)	3.6 (3)	4.6 (13)	5.0 (21)
>500.0	(0)	(0)	3.8 (2)	4.4 (7)
Alle emisjoner	3.7 (9)	4.3 (23)	4.4 (24)	5.3 (84)

1. Kostnadene er fra selskapenes årsrapporter og inkluderer juridisk rådgivning og garantipremie.

strukturendringene skjer gjennom sekundærmarkedet, dvs. ved kjøp og salg av aksjer som allerede er emittert.

7. Direkte emisjonskostnader

Et verdimaksimerende selskap vil velge den emisjonsformen som minimerer de totale emisjonskostnadene for eksisterende eiere. Dette avsnittet skisserer våre hovedfunn om de direkte emisjonskostnadene, som er summen av de betalbare emisjonskostnadene for det emitterende selskapet og de betalbare kostnadene for de gamle aksjonærer som velger å delta i emisjonen.

Ved ikke-garanterte emisjoner vil selskapet velge en tilrettelegger, som i Norge er corporate avdelingen i en bank eller et større meglerhus. Tilrettelegger gir juridisk og regnskapsmessig bistand samt råd om emisjonsbetingelser basert på oppfatninger om markedet generelt og om spesielle egenskaper ved det emitterende selskapet. Tilrettelegger registrerer investorenes tegningsønsker og bistår ved tildelingen av nye aksjer. For disse tjenestene betaler emitterende selskap en fast avgift pluss (typisk) 1.5% av det beløp som blir tegnet.

I en garantert emisjon vil normalt tilrettelegger også organisere konsortiet mot et avtalt, fast beløp. Bortsett fra i ett tilfelle er det i vårt utvalg aldri slik at tilrettelegger i tillegg får en godtgjørelse pr aksje for de aksjer som konsortiet overtar ved en ikke-fulltregnet emisjon (dvs. såkalt *takeup fee*, som er vanlig i USA). Dersom selskapet har valgt en garantert emisjon, blir derfor de direkte emisjonskostnadene for gamle aksjonærer lavere jto færre nye aksjer som tegnes, dvs. jo mer mislykket emisjonen er. Denne

pussige og uvanlige effekten skyldes kombinasjonen av en fast garantikostnad og det faktum at gamle aksjonærer må betale tilrettelegger et gebyr pr aksje for hver ny aksje de tegner seg for.

Tabell 6 viser direkte emisjonskostnader i prosent av emisjonsbeløpet for fire størrelsesklasser, klassifisert etter emisjons- og selskapstype. Tabellens del I viser kostnader betalt av selskapet, mens del II er summen av disse kostnadene og tegningsgebyret betalt av gamle aksjonærer.

Ser vi foreløpig bort fra størrelsesforskjeller mellom emisjonene, viser siste linje i tabellens del I at de gjennomsnittlige direkte emisjonskostnadene betalt av selskapet varierer mellom 2.3% og 4.1% av emisjonsbeløpet. Tilsvarende ser vi fra siste linje i del II at for alle emisjonstyper øker direkte kostnader med 1.2–1.4%-poeng når vi legger til kostnadene betalt av gamle aksjonærer som tegner. Totale direkte emisjonskostnader er dermed 3.7–5.3%. Dette er ca. 2% poeng høyere enn for tilsvarende emisjoner i USA. I begge land finner vi at de direkte kostnadene ved ikke-garanterte emisjoner er lavere enn ved garanterte emisjoner. I Norge er forskjellen ca. 1%-poeng, mens den i USA er 2–3%-poeng.

Splittes emisjonene opp i størrelsesklasser, ser vi for det første at den vanligste emisjonen innbringer mellom 10 og 100 mill. kroner. Sammenlignes de prosentvise kostnadene på tvers av størrelsesklasser, er det dessuten tendens til fallende enhetskostnader: Jo større emisjon, desto lavere kostnad pr emittert krone. Eksempelvis ser vi at ved garanterte emisjoner for ikke-finansielle selskaper er kostnaden 5.2% av emisjonsbeløpet ved de minste emisjonene og 3.8% ved de største.

Denne synkende enhetskostnaden viser seg imidlertid å være mer komplisert og mindre entydig enn hva tabell 6 gir inntrykk av. Dersom vi, i tillegg til emisjonsstørrelsen, også inkluderer andre potensielt kostnadsdrivende faktorer, slik som nivået på tegningsrabatten samt usikkerheten i selskapets markedskurs og generelle aksjemarkedssvingninger rundt emisjonstidspunktet, er det ikke lenger noen klar sammenheng mellom emisjonsstørrelse og direkte kostnader. Se Bøhren, Eckbo og Michalsen (1996) for detaljer.

Likefullt står det fast at gjennomsnittskostnadene ved garanterte emisjoner er høyere enn ved ikke-garanterte, også når vi tar hensyn til at de ulike kostnadsdriverne kan variere systematisk mellom de to emisjonstypene. Sammenholdes dette med den allerede påviste tidsutviklingen bort fra ikke-garanterte over mot garanterte aksjeemisjoner, synes det som om de fleste norske børsnoterte selskaper har forlatt den billigste emisjonsmetoden til fordel for den dyreste. Før vi eventuelt setter to streker under en såpass oppsiktsvekkende konklusjon, må vi imidlertid spørre om alle kostnadene virkelig er med i regnestykket. Dette ser vi nærmere på i neste avsnitt.

8. Kursreaksjon og indirekte emisjonskostnader

Når et selskap annonserer en aksjeemisjon, vil dette i større eller mindre grad bringe ny informasjon om selskapet til markedet. Derfor undersøker vi hvorvidt det skjer noen reaksjon på emisjonskunngjøringen i form av en uventet kursendring på selskapets utestående aksjer i sekundærmarkedet. For eierne (dvs. de gamle aksjonærene) vil en eventuell uventet kursendring innebære en formuesendring og dermed en indirekte, ikke-betalbar emisjonskostnad. Denne indirekte emisjonskostnaden kommer i tillegg til de direkte kostnadene fra forrige avsnitt. Den indirekte kostnaden er negativ (dvs. reduserer total kostnaden) hvis det skjer en uventet positiv kurseffekt. Motsatt vil en uventet negativ kursreaksjon øke total kostnaden tilsvarende.

Vi har målt den indirekte emisjonskostnaden som prosentvis unormal avkastning regnet over annonseringsdagen og dagen før. I løpet av denne todagersperioden finner vi at for alle emisjoner under ett er det en signifikant, unormal kursøkning på 0.47%. Dette gjennomsnittet skjuler imidlertid en klar forskjell mellom de to emisjonstypene: Mens annonseringen av ikke-garanterte emisjoner i gjennomsnitt gir en signifikant uventet avkastning på +1.55%, skjer det ingen signifikant kursendring for de garanterte. Annonseringseffekten for de ikke-garanterte emisjonene er dessuten mer positiv for de ikke-finansielle selskaperne enn for de finansielle.

Internasjonalt sett er ikke disse resultatene spesielt oppsiktsvekkende. Lignende funn er gjort i England,

Sveits, Korea og Japan. Norge er derfor ytterligere et eksempel på et land hvor annonseringseffekten av emisjoner er mer gunstig for eierne enn i USA og Canada, hvor det gjennomgående er negativ uventet avkastning på garanterte emisjoner og ingen reaksjon på ikke-garanterte. Uansett er det gjennomgående funnet i alle undersøkte land at for selskapets eiere er kursreaksjonen gunstigere og dermed den indirekte kostnaden lavere ved ikke-garanterte emisjoner enn ved garanterte. Se Eckbo (1994) for en mer detaljert gjennomgang av internasjonale resultater.

9. Deltakelse, emisjonskostnader og den beste emisjonsformen

Tre av våre hovedresultater fra Norge gir følgende mønster: Sammenlignet med garanterte emisjoner innebærer de ikke-garanterte i gjennomsnitt et lavere nivå både på de direkte (avsnitt 7) og indirekte (avsnitt 8) kostnader. Samtidig har vi registrert at ikke-garanterte emisjoner forsvinner mer og mer, fortrengt av de garanterte (avsnitt 3). Dermed har vi tilsynelatende et enda mer pussig resultat enn det vi hadde i avsnitt 7: Stadig flere selskaper velger den dyreste emisjonsformen, både hva gjelder direkte og indirekte kostnader. Dette resultatet kan likevel være forenlig med en verdimaksimerende emisjonspolitik. Nøkkelen til å forstå dette tilsynelatende paradokset er den rolle forventet deltakelse fra gamle aksjonærer spiller i selskapets valg mellom garantert og ikke-garanterte emisjon (Eckbo og Masulis, 1992).

Ledelsen vil normalt vite mer om selskapets fremtidige inntjeningsmuligheter enn investorer flest. I emisjonssammenheng betyr dette at et emitterende selskap kan være feilvurdert i den forstand at markedsprisen på aksjene avviker fra den prisen som ville ha reflektert ledelsens private informasjon. Med slik asymmetrisk informasjon mellom selskapet og markedet vil derfor investorene være på jakt etter signaler som forteller noe om selskapets sanne verdi. Vi skal straks se at emisjonsdeltakelse fra gamle aksjonærer kombinert med ledelsens valg av emisjonsform kan være et slikt signal.

Er et emitterende selskap undervurdert, vil det skje en formuesoverføring fra gamle til eventuelle nye eiere fordi aksjene såvel som tegningsrettene må selges for mindre enn de er verd. Derfor bør ikke selskapet emittere så sant ikke tapet på billigsalget mer enn oppveies av at den nye egenkapitalen kan finansiere verdifulle nye investeringsprosjekter. Det vil derfor være en tendens til at undervurderte selskaper avstår fra en offentlig emisjon, til tross for at de har lovende prosjekter på lager. Motsatt vil overvurderte selskaper ønske å emittere fordi formuesoverføringen her vil gå motsatt vei; fra de nye investorene som kjøper for dyrt til de gamle aksjonærene som selger overprisede aksjer.

Størrelsen på denne formuesoverføringen vil imidlertid bestemmes av i hvilken grad gamle aksjonærer deltar i emisjonen. Dersom alle gamle aksjonærer tegner, dvs. $k=1$ ifølge definisjonen i avsnitt 6, vil det ikke skje noen verdioverføring, siden samtlige nye aksjer overtas av de gamle eierne (de selger alle feilprisede aksjer til seg selv). Motsatt vil det oppstå maksimal formuesoverføring når $k=0$, dvs. når nye eiere overtar hele emisjonen. Generelt er formuesoverføringen større jo lavere k er.

Dermed er vi fremme ved sammenhengen mellom forventet k og valg av beste emisjonsform. Ser vi først på *undervurderte* selskaper, følger det at siden de direkte emisjonskostnadene er lavest ved ikke-garanterte emisjoner, bør en selskapsledelse som forventer en spesielt høy k (og dermed liten verdioverføring) velge ikke-garantert emisjon. Ved tilstrekkelig lav forventet k er imidlertid problemet for det undervurderte selskapet at relativt store verdier overføres til nye aksjonærer. Dermed blir det tilsvarende lite attraktivt å velge ikke-garantert emisjon. Selskapet vil heller vurdere garantert emisjon, men ikke utfra det klassiske fulltegningsargumentet vi brukte i avsnitt 2 og 5. Det emitterende selskap vil nå etterspørre den implisitte *sertifisering av kvalitet* som en garanti fra velrenommerede konsortiemedlemmer innebærer. Poenget er her at konsortiet som påtar seg garantiansvaret, setter sitt gode navn og rykte på spill i den forstand at dersom det emitterende selskapet viser seg å være overvurdert, mister også garantisten troverdighet i markedet. Konsortiet har derfor et insentiv til å undersøke selskapsintern informasjon fra det emitterende selskapet i et forsøk på å avdekke mulige feilprisinger. Undervurderte selskaper med lav forventet k kan derfor være villige til å betale de relativt høye direkte emisjonskostnadene, fordi konsortiets sertifisering er et signal til markedet om selskapets kvalitet. Jo bedre renommé garantisten har, dvs. jo bedre evne til å avdekke denne kvaliteten, desto mer er sertifiseringsfunksjonen verd for det undervurderte selskapet.

For et *overvurdert* selskap med høy forventet k er det få muligheter for verdioverføring. Lave direkte emisjonskostnader vil derfor, som for det undervurderte selskapet, gjøre at ikke-garantert emisjon velges. For det overprisede selskapet er det imidlertid en lav forventet k som gjør en emisjon spesielt attraktiv, siden verdioverføringen til gamle aksjonærer da blir spesielt stor (en relativt høy andel av de overprisede aksjene går til utenforstående). Selskapet bør imidlertid *ikke* velge ikke-garantert, siden kombinasjonen av denne emisjonsformen og en lav deltakelse umiddelbart forteller markedet at selskapet er overvurdert (husk at undervurderte selskaper med lav forventet k ikke vil velge ikke-garantert emisjon). Selskapet vil derfor være fristet til å prøve seg med en garantert emisjon i et forsøk på å oppnå den samme sertifise-

ringseffekten som det undervurderte selskapet er ute etter. Jo dårligere sertifiseringen er, desto større er sjansen for at det overvurderte selskapet slipper gjennom uten å bli oppdaget, dvs. fremstår med urettmessig høy kvalitet.

Alt i alt betyr dette at selskaper med høy forventet deltakelse fra gamle aksjonærer velger ikke-garantert emisjon. Jo lavere forventet k , desto større tendens til å velge garantert emisjon og desto større sjanse for at nye aksjonærer vil tape. En uinformert investor vil derfor ha størst risiko for å møte et overvurdert selskap og et stort tap ved garanterte emisjoner enn ved ikke-garanterte. Dette betyr igjen at annonsering av en garantert emisjon er et mindre positivt signal om selskapet enn en ikke-garantert. Kursreaksjonen vil derfor bli mindre gunstig for den garanterte enn den ikke-garanterte.

Denne logikken, som bygger på moderne informasjonsøkonomi, er konsistent med de resultatene vi har referert: Vi finner i våre norske data at det er høyere gjennomsnittlig deltakelse fra gamle aksjonærer ved ikke-garanterte emisjoner enn ved garanterte (gjennomsnittlig k på 95.4% kontra 89.9%), og at sannsynligheten for at selskapet velger en garantert emisjon øker med synkende verdi på k . Samtidig er uventet avkastning ved annonsering best for de ikke-garanterte (signifikant 1.55% kontra ikke-signifikant reaksjon).

Utfra samme logikk kan vi også fjerne det paradokset vi startet med i dette avsnittet om at norske selskaper stadig oftere synes å velge den emisjonsformen som er dyrest både hva gjelder direkte og indirekte emisjonskostnader. På grunn av fallet i deltakelse over tid kan norske selskaper faktisk ha fulgt en verdimaksimerende emisjonspolitikk ved å gå fra ikke-garantert til garantert emisjon. Dersom de, i denne perioden med fallende k -verdier, i stedet hadde prøvd seg med den ikke-garanterte varianten, ville annonseringseffekten ha blitt mer ugunstig enn den vi faktisk observerer for de garanterte. Den mest negative kursreaksjonen ville vi altså ha fått ved kombinasjonen av ikke-garantert emisjon og lav k . Så lenge selskapsledelsen forsøker å velge den emisjonsformen som minimerer summen av direkte og indirekte emisjonskostnader for gamle aksjonærer, *observerer vi ikke* denne dyreste kombinasjonen, men snarere den mest kostnadseffektive. Med lav forventet deltakelse ville altså de indirekte kostnadene (dvs. den negative annonseringseffekten) ved ikke-garantert emisjon ha vært så store at de ville ha spist opp mer enn fordelen ved de lave direkte kostnadene.

10. Norske aksjeemisjoner i fremtiden

Denne artikkelen har påvist en rekke karakteristiske trekk ved norske selskapers aksjeemisjoner og sammenlignet disse med funn fra internasjonale kapitalmarkeder når slike finnes. Hovedtrekkene er oppsummert i tabell 7, og noen av de klareste mønstrene kan derfor gi en pekepinn på hvordan det norske emisjonsmarkedet vil utvikle seg de nærmeste årene.

Også på Oslo Børs ser det nå ut til at de ikke-garanterte emisjoners tid definitivt er forbi. I lys av tendensen til synkende deltakelse fra gamle aksjonærer har vi argumentert for at denne utviklingen kan være i tråd med hva en ville vente av en selskapsledelse som velger en verdimaksimerende emisjonspoli-

tikk. Denne tendensen til lavere deltakelse fra eksisterende eiere vil trolig bare forsterkes av at det nå stadig blir lettere for nye aksjonærer å tegne. Et slående eksempel på dette er den nylige opphevelsen av det øvre taket på utenlandsk eierandel i norske selskaper.

Det er derfor grunn til å tro at siden potensielle tegnere kan bli en stadig mer heterogen gruppe, vil graden av asymmetrisk informasjon mellom selskapet og investorene øke. Samtidig gir stigende utenlandsandel et press på norske selskaper i retning av å bruke emisjonsformer som er vanlige i andre lands kapitalmarkeder. I så måte er det ikke overraskende at vi fant en sterkt økende tendens til at norske børsnoterte selskaper bruker private (rettede) emisjoner fremfor offentlige. Her har selskapet muligheten til å gi omfattende,

Tabell 7. Hovedtrekk ved aksjeemisjoner i norske børsnoterte selskaper 1980–1993 (Bøhren, Eckbo og Michalsen, 1996).

1. Emisjonshyppighet og -volum

- Totalt 398 aksjeemisjoner, hvorav 194 private (rettede) og 204 offentlige med tegningsrett
- Totalt emittert ca. 40 milliarder 1993 kroner; to tredjedeler fra de offentlige emisjonene
- Gjennomsnittlig 92 millioner pr. privat emisjon; 158 millioner pr. offentlig
- Økende bruk av private emisjoner over tid; like vanlig som offentlige de siste årene
- Analysert 200 av de 204 offentlige emisjonene
- Ca. 60% av de 200 er garanterte emisjoner; ikke-garanterte nesten ikke brukt etter 1985.
- 70% av de garanterte gjelder fulltegning; resten garanterer for gjennomsnittlig 48% av emisjonens siste del

2. Emisjonsstørrelse

- En aksjeemisjon er stor; øker ofte egenkapitalen med minst 50%
- Relativ emisjonsstørrelse øker over tid; typisk skjer det en dobling
- Garanterte emisjoner er større enn ikke-garanterte og velges oftere av store selskaper

3. Tegningskurs

- Tegningskursen må i gjennomsnitt fastsettes hele åtte uker før tegningsperiodens utløp
- Selskaper flest bruker lav tegningskurs som et alternativ til fulltegningsgaranti
- Tegningskurs gjennomsnittlig 20–60% under markedskurs
- Lavere rabatt (høyere tegningskurs relativt markedskurs) de senere år
- Internasjonalt sett høy rabatt i Norge

4. Eiernes emisjonsdeltakelse

- De fleste eiere deltar; gjennomsnittlig 94% ved ikke-garanterte og 87% ved garanterte
- Synkende deltakelse over tid
- Aksjeemisjoner gir kun små endringer i eierstruktur

5. Direkte emisjonskostnader

- 3–6% av emittert beløp
- 1%-poeng høyere ved garanterte enn ikke-garanterte
- Lavere direkte kostnader pr emittert krone ved store emisjoner enn ved små
- Norske selskapers direkte emisjonskostnader er høye

6. Kursreaksjon ved emisjonskunngjøring (indirekte emisjonskostnader)

- Gjennomsnittlig 0.5% uventet kursstigning på utestående aksjer
- 1.6% uventet kursstigning ved ikke-garanterte emisjoner; ingen effekt ved garanterte
- Resultater på linje med andre land bortsett fra USA, hvor reaksjonen er mer negativ

7. Deltakelse, kostnader og beste emisjonsform

- Norske selskaper foretrekker nå garanterte emisjoner, selv om ikke-garanterte med høy rabatt også sikrer fulltegning, har lavere direkte kostnader og tilsynelatende også lavere indirekte kostnader (emisjonsparadokset oppstår)
- Kombinasjonen av lav eierdeltakelse og ikke-garantert emisjon er et negativt signal som via ugunstig kursreaksjon gir høyere totale kostnader enn garanterte (emisjonsparadokset forsvinner)

selektiv informasjon til noen få, utvalgte investorer, uten at dette samtidig kommer offentligheten og konkurrenter for øre. Samme mønster er observert i USA i samme tidsperiode.

Kombinasjonen av lav deltakelse fra gamle aksjonærer, økende informasjonsasymmetri og økende tegningsinteresse fra internasjonale investorer kan også gi press i retning av at norske selskaper vil oppleve den neste bølgen, som for lengst er realitet i Nord-Amerika og Japan. Denne består i en gradvis overgang fra garanterte tegningsrettsemisjoner til garanterte emisjoner uten tegningsrett (såkalte *firm commitment offerings*). Her kjøpes hele emisjonen opp av et konsortium, som i neste omgang selger de nye aksjene videre til publikum i sekundærmarkedet uten bruk av tegningsretter. Dermed blir det enda tydeligere at i tillegg til den klassiske oppfatningen om at garanti-konsortier er til for å kjøpe usolgte aksjer ved tegningsperiodens utløp, er også konsortiets sertifiseringsfunksjon viktig. Sett fra konkurrerende garantisters side blir dermed nøkkelen til suksess evnen til å skille klint fra hvete. □

Referanser

- Brodin, Anders, 1994, «Det norske egenkapitalmarkedet for børsnoterte selskaper», *Praktisk Økonomi og Ledelse* 10, nr. 3, 5–15.
- Bøhren, Øyvind, B. Espen Eckbo og Dag Michalsen, 1996, «Why underwrite rights offerings? Some new evidence», Working paper, Handelshøyskolen BI og Handelshögskolan i Stockholm, september.
- Bøhren, Øyvind, B. Espen Eckbo, Dag Michalsen og David C. Smith, 1996, «Corporate dividend policy in Norway 1980–1994», Working paper, Handelshøyskolen BI og Handelshögskolan i Stockholm, november.
- Eckbo, B. Espen og Ronald W. Masulis, 1992, «Adverse selection and the rights offer paradox», *Journal of Financial Economics* 32, 293–332.
- Eckbo, B. Espen, 1994, «Common stock offerings», *Praktisk Økonomi og Ledelse* 10, nr. 3, 41–52.
- Nærland, Morten, 1995, «Børsintroduksjoner – Avkastning på kort og lang sikt», *Praktisk Økonomi og Ledelse* 11, nr. 2, 83–91.