

Södertörns högskola
Institutionen för ekonomi och företagande
Företagsekonomi
C-uppsats 10 poäng
Handledare: Curt Scheutz
Höstterminen 2005



Vad händer med aktiepriset efter en nyintroduktion?

En kvantitativ analys av nyintroduktionerna på Stockholmsbörsen
mellan åren 2000 och 2005

Författare:

Hanna Lindstein 811128

Linnea Öh 820727

Sammanfattning

Vad händer med aktiepriset efter en nyintroduktion? – En kvantitativ analys av nyintroduktionerna på Stockholmsbörsen mellan åren 2000 och 2005

Författare: Hanna Lindstein och Linnea Öh

En börsintroduktion innebär att företag erbjuds en marknadsplats för handel av företagets aktier. I denna uppsats undersöks vad som händer med en aktie då den har introducerats på börsen. Undersökningen baseras främst på två kvantitativa undersökningar, varav den första är en eventstudie som undersöker effekten av hur en specifik händelse påverkar ett företags värde. Den andra undersökningen består i att med hjälp av företagets prospekt granska företagets bakomliggande motiv för en nyintroduktion. Studien fokuserar specifikt på Stockholmsbörsen och på alla företag som nyintroducerats på börsens A- och O-listor mellan åren 2000 och 2005.

Syftet med uppsatsen är dels att uppmärksamma aktiers svängningar i samband med och efter en nyintroduktion samt att undersöka vilket samband det har med prissättningen av aktierna och bakomliggande motiv för introduktionen.

Vi har undersökt avvikelseavkastningen vid tre olika tillfällen för att se hur aktien har utvecklats efter introduktionen. Motivundersökningen gjordes för att kunna sammanställa en regressionsanalys som beskriver sambandet mellan motiven och avvikelseavkastningen, för att försöka hitta anledningar till avvikelseavkastningens resultat. Vi kontrollerar även eventstudien genom att undersöka underprissättningen av aktierna i samband med nyintroduktionen.

Enligt tidigare studier tycks råda ett särskilt mönster vid börsintroduktioner, vilket våra resultat bekräftar. Resultaten visar att företags aktier går upp väldigt mycket kring nyintroduktioner främst pga. underprissättning, för att sedan på sikt sjunka. Undersökningen ger inga entydiga förklaringar till detta men vi har hittat möjliga sådana utifrån litteraturen. I vårt resultat ser vi inget speciellt samband mellan företagets motiv till börsintroduktionerna och avvikelseavkastningen. Men man kan ändå se tendenser till att det har gått bättre för företag med vissa motiv t ex. motivet att få tillgång till kapital för att kunna investera i forskning och utveckling. Man kan även se mönstret att en klar majoritet av företagen med högst initial avvikelseavkastning och företagen med en initial underavkastning har sjunkit betydligt efter tre månader.

Nyckelord: Nyintroduktion, IPO, underpris, avvikelseavkastning, motiv

1. Inledning	1
1.1 Bakgrund	2
1.2 Problemformulering	3
1.3 Syfte	3
1.4 Urval och avgränsningar	3
1.5 Disposition	4
1.6 Definitioner	4
2. Metod	6
2.1 Datainsamling	6
2.2 Undersökningen	7
2.3 Validitet och Reliabilitet	8
3. Teoretisk referensram	9
3.1 Listor och noteringskrav för Stockholmsbörsen	9
3.2 Värdering och prissättning	10
3.3 Värderingsmodeller	12
3.4 Hypotesen om effektiva marknader	13
3.5 Eventstudie	15
3.5.1 Marknadsmodellen	16
3.6 Underprisundersökning	17
4. Tidigare forskning samt teori	18
4.1 Underprissättning	18
4.2 Motiv och underpris	22
5. Empiri	24
5.1 Nyintroduktioner	24
5.2 Avvikelseavkastningen	26
5.3 Motivundersökningen	32
5.3.1 De vanligaste motiven	32
5.3.2 Motiv, avkastning och underpris	33
5.4 Sammanställning av telefonintervju med finansanalytiker Peter Malmqvist	34
6. Analys	36
6.1 Inledande analys	36
6.2 Analys av marknadens reaktion efter nyintroduktionen	36
6.3 Ingående analys av prissättning och avkastning	37
6.4 Börs klimatet	39
6.5 Analys av den effektiva marknadshypotesen	40
6.6 Prestationen efter tre månader	41
6.7 Analys av sambandet mellan motiv och avvikelseavkastning	42
7. Slutsats	45
8. Avslutande diskussion	46
8.1 Kritisk Granskning	46
8.2 Förslag till vidare studier	48
9. Källförteckning	49
Bilagor	52
Bilaga 1: Undersökta företag	52
Bilaga 2: OMX-Index	53
Bilaga 3: Underprissättningen	54
Bilaga 4: Företag och motiv	55
Bilaga 5: Telefonintervju med finansanalytikern Peter Malmqvist	56

1. Inledning

Följande kapitel består av en kort introduktion av ämnet samt en nulägesbeskrivning. Dessutom ges en kort bakgrundspresentation till problemformuleringen för att läsaren lättare ska kunna sätta sig in i ämnet. Vidare redogörs för uppsatsens syfte, urval och avgränsningar samt definitioner.

Efter IT-kraschen år 2000 sjönk antalet börsintroduktioner jämfört med tiden för IT-bubblan då börserna frodades och det strömmade in kapital i IT-bolagen. Tittar man på statistiken mellan åren 1994 och 2004 börsnoterades 175 företag på Stockholmsbörsen. Det introducerades ca 46 företag år 2000 medan det 2004 bara tillkom 10 företag¹ (Stockholmsbörsen)². Överlag kan man ändå säga att börserna har fluktuerat ganska kraftigt de senaste 10 åren men den har även växt, och när en börsmarknad växer ökar också antalet företag som introduceras på den publika marknaden.

Aktiemarknaden har blivit en del av folkhemmet, de flesta människor berörs av aktiemarknaden, oavsett om det gäller exempelvis direktinnehav av aktier eller pensionssparande. När ett företag blir publikt är det intressant att titta på vad det är för skillnad mellan vad investerarna betalar, alltså vilket pris som sätts på aktien, och vad marknadsvärdet på aktien faktiskt är. Tidigare studier har visat att aktier vid börsintroduktioner är signifikant underprissatta (Högholm 1994:154). Det har bidragit till att aktiepriserna oftast stiger snabbt de första dagarna på börserna för att sedan efter några månader underprestera (Schoar 2003:10)³. En annan viktig och intressant aspekt är varför ett företag beslutar sig för att bli publikt, börsintroduktion är ett stort steg för ett företag att ta, och det finns många möjliga motiv som ligger bakom beslutet.

Inom forskningsområdet för börsintroduktioner finns det en rad olika ansatser. Det kan vara analyser av de bakomliggande motiven, tajmingen vid introduktioner och studier av vad som händer med aktien efter introduktioner mm. Den aspekten vi har valt att belysa är vad som händer med en aktie då den har introducerats på börserna för första gången, alltså marknadens

¹ Exkluderat listbyte men ej börsbyte

² <http://www.omxgroup.com/stockholmsborsen/se/index.aspx?lank=30>, 2005-11-23

³ http://ocw.mit.edu/NR/rdonlyres/Sloan-School-of-Management/15-431Entrepreneurial-FinanceSpring2002/012FD395-CCAF-406D-86B3-10B13A2209C1/0/lec23_ipo.pdf, 2005-12-13

reaktion under de första dagarna och månaderna, samt vilka motiv som kan ligga bakom beslutet att vara ett publikt företag.

1.1 Bakgrund

Man kan dela in en börs i olika marknader; en primär och en sekundär. Den primära marknaden utgörs av nyintroduktioner och nyemissioner, alltså de aktiviteter som görs för att införskaffa nytt kapital. På den sekundära marknaden sker den vanliga handeln, såsom de dagliga köp- och säljaktiviteterna, på börsen.

En börsintroduktion innebär att företaget erbjuds en marknadsplats för handel av företagets aktier. Det tar ca 5-10 månader att genomföra en börsintroduktion om man räknar från beslutsfattandet till den dagen företaget noteras. Stockholmsbörsen ställer dock en rad krav innan företaget kan noteras⁴ vilka tas upp i den teoretiska referensramen. Företag kan rådfråga mellanhänder i form av investmentbanker (fondkommissionärer) vilka kan ge rekommendationer i frågor angående informationsutgivning, tidpunkt för introduktion, prissättning och hur många aktier som ska bjudas ut mm. (Högfeldt 1997:45). Det finns två olika typer av kontrakt som kan skrivas mellan en investmentbank och ett företag. Det ena är ett "firm commitment" då investmentbanken köper alla aktier som erbjuds till ett pris som är lägre än teckningspriset. Detta medför att det är banken som får stå för hela risken, dvs. risken att inte få alla aktier sålda till teckningspriset. Investmentbankerna blir då "underwriters" och dess vinst blir marginalen eller spridningen mellan det pris de betalar och teckningspriset. Det andra sättet att skriva kontrakt på är "best effort", vilket innebär att företaget bär hela risken. Investmentbanken är dock tvungen att sälja ett visst antal aktier under en viss period eftersom banken får provision per såld aktie samt pga. att kontraktet mellan företaget och investmentbanken inte ska dras tillbaka (Ross, Westerfield & Jaffe 2002:537).

⁴ Kraven för notering finns på www.omxgroup.com/stockholmsborsen/.

1.2 Problemformulering

För att veta vad som händer med en aktie då den har introducerats på börsen kan man titta på aktiens avvikelseavkastning under olika tidpunkter efter introduktionen. Då får man en bild av hur marknaden har reagerat från introduktionstillfället och framåt, dvs. hur aktiens pris har påverkats av olika faktorer som t ex. underprissättning, motiv till introduktionen och marknads förväntningar. För att genomföra studien om hur aktier har påverkats efter nyintroduktionen har vi tittat på avvikelseavkastningen för företagens aktier och vår huvudproblemformulering är: Vilken avvikelseavkastning får aktierna efter en nyintroduktion? Vi har också ställt upp en rad underfrågor såsom varför det är vanligt att företag underprissätter sin aktie vid nyintroduktioner och vad priset på aktier vid introduktioner beror på. Vilka de vanligaste motiven bakom nyintroduktioner är och om det finns några samband med aktiens avvikelseavkastning. Dessutom undrar vi vad en finansanalytiker anser om våra resultat.

1.3 Syfte

Vårt övergripande syfte med uppsatsen är dels att uppmärksamma aktiers svängningar i samband med och efter en nyintroduktion, vilket samband det har med prissättningen av aktierna och vilka bakomliggande motiv som kan föreligga en börsintroduktion. Uppsatsen är skriven för alla dem som vill fördjupa sig inom ämnet börsintroduktioner.

1.4 Urval och avgränsningar

Undersökningen är avgränsad till den svenska marknaden pga. att det är lättare att få tag i information om denna. Studien fokuseras specifikt på Stockholmsbörsen och på alla företag som nyintroducerats på börsens A- och O-listor mellan åren 2000 och (september) 2005. Åren valde vi pga. av ett intresse för att se vad som har skett på området nyintroduktioner efter IT-krashen år 2000.

Nyintroduktioner är börsintroduktioner som inte är avknoppningar, utdelningar, listbyten eller företag som har flyttat från andra marknader. Bolag som har avnoterats sedan börsintroduktionen är inte heller medtagna pga. bristfällig information om dessa. Nyintroduktionerna har valts ut med stöd av doktoranden Erik Lidén vid Göteborgs Universitet som har forskat inom området.

Eftersom undersökningen är gjord på hela populationen av företag som nyintroducerades på Stockholmsbörsen mellan 2000 och (september) 2005 behövs inga signifikanstester göras. Det är möjligt att utifrån materialet driva en tes om hur det sett ut för nyintroduktionerna under denna period.

Val av intervjuperson skedde genom rekommendation och vi följde upp rekommendationen genom att ha en e-postkontakt med intervjupersonen tills intervjudag bokats.

1.5 Disposition

Vi har valt en traditionell disposition där vi i inledningen tar upp bakgrunden till undersökningen, problemformuleringen samt syftet med uppsatsen. Kapitel två beskriver tillvägagångssättet som använts för att genomföra undersökningen. En referensram med bl a. diverse bakgrundsinformation samt modeller har vävts in i kapitel tre medan tidigare forskning och anknytande teori presenteras i kapitel fyra. Resultatet av empirin redovisas i kapitel fem. Analysen av utfallet som knyts ihop med tidigare forskning samt med intervjun finns i kapitel sex, därefter följer slutsatser. Uppsatsen avslutas med en diskussion om kritisk granskning samt med förslag till vidare forskning.

1.6 Definitioner

- IPO (Initial Public Offering): Börsintroduktion, nyintroduktion.
- Underwriters: Någon form av investmentbank som har flera olika funktioner vid en börsintroduktion; de kan fungera som rådgivare, gör analyser av företag, tar hand om juridiska frågor, marknadsför introduktionen och kan stå för risken i samband med introduktionen.

- Introduktionspris/teckningspris: Priset på en aktie vid teckning för introduktionen.
- Prospekt: Den samlade informationen som måste överses vid en börsintroduktion.
- Underpris: Det belopp varmed introduktionspriset understiger stängningspriset den första noteringsdagen.
- Avvikelseavkastning för en aktie: Den procentuella förändringen i aktiepris justerat efter index.

2. Metod

I detta kapitel redovisas vilka metoder som har använts för att göra undersökningarna och varför dessa metoder har valts.

Undersökningen är gjord med en kvantitativ ansats och baseras på alla företag på Stockholmsbörsen som nyintroducerades mellan 2000 och (september) 2005. Vi har valt en kvantitativ ansats eftersom vi främst baserar våra slutsatser på data som kan kvantifieras. Närmare förklarar undersöker vi variabler som är kvantitativa, som kan anta numeriska värden, och därför väljer vi denna metod framför en kvalitativ metod. Dock har vi även ett kvalitativt inslag i form av en intervju med finansanalytiker Peter Malmqvist, för att kunna resonera om sanningshalten i våra resultat. I en intervju får man även med kvalitativa data såsom värderingar, attityder och föreställningar som inte finns med i en kvantitativ undersökning. Primära källor för den empiriska studien har varit teckningspriser och börskurser för de utvalda företagens aktier, prospekt som upprättats i samband med introduktionerna samt en intervju. Vi har valt dessa källor för att kunna räkna ut avvikelsetvinst, underprissättning och titta på motiven för att svara på våra frågeställningar och beräkna eventuella samband. De sekundära källorna vi har använt oss av är diverse värderingsmodeller, allmän litteratur i ämnet, vetenskapliga artiklar samt uppsatser baserade på liknande ämnen. Från början var uppsatsen tänkt att fokusera på företags värdering av aktier, därför valdes vanliga värderingsmodeller ut. Dock visade sig denna studie för avancerad och omfattande för oss att göra eftersom företag i allmänhet inte vill dela med sig av den nödvändiga information som behövs för att kunna beräkna ett företags värde på ett tillförlitligt sätt. Trots att inriktningen på uppsatsen blev en annan valde vi dock att redogöra för de mest väsentliga modellerna presenterade i den teoretiska referensramen. Genom dessa bör man kunna räkna ut ett företags värde och därmed underprissättningen av ett företags aktie, vilket fortfarande är en viktig del av uppsatsens syfte.

2.1 Datainsamling

Först och främst samlades introduktionskurser, börskurser och indexkurser in från Stockholmsbörsens hemsida, de berörda företagens hemsidor samt från företagens prospekt. Prospekten erhöles antingen genom hemsidor eller via telefon- och e-postkontakt med

företagen. Motiven fanns i prospekten vanligast förekommande under ”Bakgrund och Motiv”. Den teoretiska referensramen baseras på diverse litteratur, tidigare forskning och artiklar i ämnet.

Vi använde oss även av en telefonintervju för insamling av data för att få en direktkontakt med en intervjuperson. Intervjun skedde genom telefon pga. att det inte fanns möjlighet till någon besöksintervju. Dock kan det skapas vissa oklarheter med denna typ av intervju då det inte går att avläsa personens kroppsspråk, men det går ändå att uppfatta tonfall och det finns möjligheter till direkta följdfrågor även i en telefonintervju, vilket gör att väldigt lite information går förlorad. Vi spelade även in intervjun för att vara säkra på att få med all information. Eftersom respondenten gav sitt medgivande till inspelningen anser vi inte att den påverkade respondenten negativt. Vi valde att ställa öppna frågor för att respondenten fritt skulle kunna uttrycka sina åsikter och uppfattningar angående ämnet. Intervjun presenteras i sin helhet i bilaga 5.

2.2 Undersökningen

Undersökningen baseras främst på två undersökningar. Den första är en eventstudie som undersöker effekten av hur en specifik händelse påverkar ett företags värde (Shapiro et al 2000:136). I vårt fall undersöks hur priserna på aktierna efter en nyintroduktion påverkas. Detta har undersökts genom att titta på avvikelseavkastningar under olika tidpunkter efter introduktionen. Tidpunkterna utgörs av introduktionsdagen, tredje arbetsdagen och tredje månaden efter introduktionen. Valet av dessa tidpunkter baseras på att det finns ett värde med att titta på hur stor skillnad det är på företagets egen prissättning och vad marknaden tycker att aktien är värd, och är villig att betala. Den första dagens aktiekurs visar tendenser på hur mycket företaget har under- eller övervärderat sin aktie. Den tredje dagen undersöks för att se hur aktiekursen utvecklas de närmast efterföljande dagarna efter introduktionen. Efter ytterligare tre månader har det gått så pass lång tid att aktierna har börjat återgå till marknadsvärdet. Denna tidpunkt valdes pga. intresse av att se hur aktierna har rört sig på kortare sikt men ändå med viss distans till introduktionsdagen.

För att kontrollera eventstudien undersöktes även, genom en enklare modell, underprissättningen av aktierna i samband med nyintroduktionerna. Underpriset har räknats ut

för de tre tidpunkterna i studien. Vidare har grafer använts som hjälpmedel för att se sambanden mellan avvikelseavkastningen för de olika tidpunkterna samt för att se underprissättningen som en kontroll av avkastningens avvikelse.

Den andra undersökningen bestod i att granska företagens motiv för att introduceras med hjälp av företagens prospekt som utgetts i samband med börsintroduktionerna. Sedan gjordes en sammanställning av de vanligaste motiven vilka också sammankopplades med avvikelseavkastningen för att göra en regressionsanalys. I denna analys beskrivs sambandet mellan två variabler, i detta fall mellan motiven och avvikelseavkastningarna för att försöka hitta förklaringar till varför avvikelseavkastningarna utfallit på ett visst sätt.

Tillvägagångssättet innebär att vi omskapar en i sig kvalitativ variabel, motiv, till en kvantitativ sådan genom att vi noterar hur vanligt förekommande motiven i vår undersökning är.

2.3 Validitet och Reliabilitet

Validitet i denna uppsats är hög eftersom den insamlade informationen kommer direkt från källorna, dvs. från företagen själva samt från Stockholmsbörsen. Då detta inte är uppgifter som företagen har något intresse i att dölja så anser vi dessutom att reliabiliteten är hög.

Vidare kan föras ett resonemang huruvida vi har tagit ut rätt nyintroduktioner utifrån alla börsintroduktioner under dessa år, men eftersom vi har fått kvalificerad hjälp av Erik Lidén, tror vi att populationen är korrekt avgränsad.

Studien har också en hög reliabilitet eftersom studien är grundad på faktiska siffror, vilket gör att om någon annan skulle vilja göra om studien på samma sätt så skulle de få samma resultat. Självfallet är den höga reliabiliteten en förutsättning för att vi ska kunna hävda en hög validitet.

3. Teoretisk referensram

Kapitlet åsyftar att ge läsaren en kort bakgrund kring förfarandet vid en börsintroduktion, speciellt inriktad på värdering av företag och prissättning av aktier. Här presenteras också vissa modeller som kan användas vid värdering av ett företag. Vi talar växlande om principerna i USA och Sverige eftersom det inte är några större skillnader mellan hur länderna behandlar börsintroduktioner när det gäller värdering och prissättning.

3.1 Listor och noteringskrav för Stockholmsbörsen

”I syfte att skapa förutsättningar för en ändamålsenlig börshandel, säkerställa att bolagen har de resurser som krävs för att kunna förse aktiemarknaden med högkvalitativ information samt att upprätthålla allmänhetens förtroende för aktiemarknaden ställer Stockholmsbörsen vissa grundläggande krav på de bolag som ansöker om notering av sina aktier.”

(Stockholmsbörsen)⁵

De noteringskrav som ställs på företag som vill bli börsnoterade beror på vart företagen ska bli listade. Stockholmsbörsen är nämligen indelad i två olika listor, A-listan och O-listan. På A-listan är de största bolagen noterade. Det finns även ett segment inom A-listan för de aktier som marknaden har visat störst intresse för, kallad ”Mest omsatta”. Detta segment har till syfte att lyfta fram de mest likvida bolagen. Uppdatering av detta görs halvårsvis. Just nu är kraven att bolagets aktier ska överstiga 6 miljarder kr under den senaste tolv månadersperioden samt att bolaget ska ha ett marknadsvärde överstigande 8 miljarder kr. På O-listan finns en liknande lista, ”Attract 40”, vilken finns för att underlätta för investerare att hitta de mest intressanta bolagen på O-listan. Den bestäms av investerarna själva eftersom att den grundas på handelsstatistik för det senaste halvåret. Den viktigaste variabeln är omsättningshastigheten då den speglar marknadens intresse för bolaget.

Även om kraven för listorna är olika så är processen för en börsintroduktion densamma. Krav som är lika för de båda listorna är att bolaget ska ha genomgått en legal granskning som utförts av en extern advokat. Vidare ska styrelse, ledande befattningshavare och revisorer ha

⁵ <http://www.omxgroup.com/stockholmsborsen/se/index.aspx?lank=83>, 2005-11-22

genomgått en utbildning i börsens regi gällande noteringsavtalet, kraven och insiderfrågor. Dessutom ska utförsäljningspriset vara minst 25 kronor. Efter en relativt lång process skickas en rad olika ansökningshandlingar in till börsen som sedan behandlas. Stockholmsbörsens bolagskommitté fattar det slutgiltiga beslutet om företagets notering.

Vid ansökan till A-listan skall ett börsprospekt upprättas och det skall godkännas av Stockholmsbörsen. Bolaget skall också ha minst tre års verifierbar historia, dvs. kunna presentera redovisningshandlingar för tre år tillbaka i tiden. Dessutom krävs att bolaget har en dokumenterad vinstintjäningsförmåga och att bolaget vid introduktionen skall vara värt minst 300 miljoner kr. Vid ansökan till O-listan ska också ett prospekt med mindre omfattande krav upprättas. De bolag som inte har en dokumenterad vinstintjäningsförmåga i prospektet ska kunna visa att bolaget har tillräckliga finansiella resurser för att kunna bedriva planerad verksamhet i minst 12 månader efter dagen det noteras.

Värt att notera är också att Stockholmsbörsen har en tredje lista för handel med aktier i utländska bolag som inte är direkt noterade på Stockholmsbörsen. Denna kallas den Xterna listan och har ett speciellt handelssystem (Stockholmsbörsen)⁶.

3.2 Värdering och prissättning

Ett stort tvisteämne mellan entreprenörer och underwriters vid börsintroduktioner är in-teckningspriset på aktien. Tvisten gäller risken att sätta priset för högt eller för lågt, i endera fallen medför det en kostnad för företagets aktieägare. Blir priset för högt så finns det en risk att investerare inte antar erbjudandet och att det inte blir fulltecknat. Då kan erbjudandet dras tillbaka. Sätts in-teckningspriset för lågt blir konsekvensen att företagets befintliga aktieägare uppfattar underprissättningen som en alternativkostnad eftersom aktien inte säljs till marknadspriset (Ross, Westerfield & Jaffe 2002:541).

Entreprenören tycker att aktien är värd mycket mer pengar än utgångspriset medan underwriters vill skapa en snabb efterfråga på aktien. Det bästa sättet att göra det är att erbjuda aktien till ett pris som är lågt nog för att uppmuntra potentiella investerare att köpa aktien innan priset börjar stiga. Detta blir en förhandlingssituation mellan de två

⁶ <http://www.omxgroup.com/stockholmsborsen/se/index.aspx?lank=83>, 2005-11-22

intressenterna, men eftersom det finns en förståelse mellan de två parterna leder förhandlingarna till ett mellanpris där ingen av dem blir helt nöjd. När aktörerna förhandlar om aktier med relativt lågt pris brukar processen gå snabbare (Arkebauer 1998:122).

Värde och pris är två viktiga faktorer vid en börsintroduktion. Vid en värdering estimerar man företagets värde i antalet kronor. Underwriters gör oftast undersökningar av liknande konkurrerande publika företag för att göra en första värdering. Andra utgångspunkter som inkluderas i värderingen är följande: effektivitetsmått (försäljning/anställd), skuldmått (skuld jämfört med eget kapital), ränteteckningsgrad (räntebetalningsförmåga på skuld) vinstmarginaler, inkomstmått, verksamhetshistoria, verksamhetsbas (regional, nationell eller internationell), ledningens storlek och erfarenhet, produktdifferentiering och innovation samt antalet produktlinjer och patentskydd (Arkebauer 1998:125).

Det pris som sätts på en aktie baseras primärt på vad marknaden tillåter, vad investerarna är villiga att betala och hur snabbt försäljningen ska ske initialt. Till hjälp i beslutsfattandet tillhandahåller företaget en företagsplan, vilken i detalj redogör för den existerande verksamheten och den beräknade framtida verksamheten. Vid börsintroduktioner av stora företag brukar underwriters föredra att gå ut med åtminstone 500 000 aktier (USA). De vill uppnå en bred distribution av aktien och tillgodose likviditeten på den sekundära marknaden. En annan anledning till att erbjuda så många aktier är att stora institutionella investerare vanligtvis köper upp en stor andel aktier i taget (i USA ca 10 000- 50 000). Prissättningen vid utfärdandet är dock lika svårt att värdera som värderingen av ett företag (Arkebauer 1998:125).

Det finns två sätt att fastställa teckningspriset för en aktie. Det kan ske genom ett fast prissförslag, då bestämmer företaget ett pris i samråd med investmentbanken. Investerare får sedan lämna bud på antalet aktier som de vill teckna till erbjudet pris. Ett annat sätt är att investerare får lägga bud på antalet aktier de vill köpa och till vilket pris de vill köpa dem (Högfeldt 1997:38). Många underwriters är dock begränsade av de historiska traditionerna av att prissätta en aktie. De har osynliga begränsningar på hur lågt och hur högt de kan sätta teckningspriset. Det finns en formel som ofta används och som kallas ”discounting”, vilket betyder att underwriters försöker sätta priset ca 15-30 % under var de tror att marknadspriset ligger. De försöker på detta sätt skapa incitament till att investerarna ska tro att de får direkt avkastning om de köper aktien. En annan viktig aspekt av prissättningen är tajmingen.

Underwriters måste hålla en nära uppsikt över industrin och konkurrenter för att prissättningen ska bli den rätta för just den tidpunkten, detta betyder också att det kan dröja till samma dag som introduktionen innan det slutliga teckningspriset fastställs. I övrigt är det också viktigt att fastställa vilken omfattning av aktier som ska erbjudas. När de preliminära prospekten givits ut får de största mäklarhusen visa indikationer på hur mycket de skulle vara intresserade av att köpa aktien för. När underwritern ungefär vet hur många aktier mäklarhusen vill köpa och till vilket pris de vill köpa dem till får underwritern ytterligare underlag för prissättningen. Det ovanstående tillsammans med en värdering av företaget och P/E-talet (priset i relation till resultatet), leder till det slutliga beslutet om inteckningspriset (Arkebauer 1998:127).

3.3 Värderingsmodeller

Företagsvärdering handlar om att utifrån olika principer (t ex. olika värderingsmodeller) och tillvägagångssätt värdera ett företag eller dess aktier. I de flesta fall går det dock inte att uppskatta ett absolut värde av företaget på grund av de olikheter som finns mellan intressenter och deras värderingar. Det är främst tillgången och synen på information om företagets framtida utveckling som påverkar en värdering av ett företag. Den modell som används vid en värdering ska kunna hantera den information om företaget som är relevant (Hult 1998:14).

Utanför företaget utför säkerhetsanalytiker värderingar för att kunna stödja deras köp- eller säljbeslut. Det är nödvändigt att utföra värderingsanalyser för att kunna prissätta en aktie vid en börsnotering. Då uppskattas ett pris för framtida prestationer. Vid värderingen tittar man på hur värdet influeras på olika sätt för att kunna informera och prissätta äldre samt nystartade företag/aktier korrekt (Palepu, Healy & Bernard 2004:7-1).

Vid en investering förväntar sig en investerare att få en viss avkastning på sina köpta aktier, denna består av en utdelning under ägandeperioden och ett förväntat pris vid försäljning av aktierna. Det förväntade priset på aktien kan klarläggas genom diskontering av framtida utdelningar där företaget vid beräkningen av detta bör ta hänsyn till tillväxten, utdelningspolitiken och avkastningskravet (Hägg 1989:69).

Relativvärdering syftar till att värderaren samlar in och bearbetar information om det företag som ska värderas för att sedan jämföra företaget med andra likartade företag inom samma bransch. Främst jämför man nyckeltal pga. den snabba överblick av företagets verksamhet som detta ger (Hult 1998:117). Exempel på olika nyckeltal är P/E-tal, P/S-tal, P/B-tal, price to dividend, price to cash-flow, räntabilitet och soliditet. Vanligast förekommande är dock P/E-tal (priset i relation till resultatet) som anger hur många årsvinster aktiekursen motsvarar, P/S-tal (försäljning per aktie i förhållande till aktiepriset) och P/B-tal (aktiekursen i förhållande till företagets bokförda värde per aktie) (Landelius & Treffner 1998:175).

Betavärdesanalys kan användas för att se graden av interaktion mellan en aktie och aktiemarknaden. Genomsnittligt beta för alla värdepapper, när förhållandet mellan varje värdepappers marknad vägs mot marknadsportföljen, är ett. Betavärdet används för att mäta en akties risk genom antingen CAPM (med hjälp av marknaden) eller multifaktormodellen APT (där man använder flera metoder samtidigt). Ett betavärde över ett innebär att en aktie är mer volatil än aktiemarknaden och har en högre systematisk risk. Betavärden under ett är därmed mindre volatila, alltså mindre riskabla än aktiemarknaden. Den förväntade avkastningen på en aktie med ett betavärde av ett är lika med den förväntade avkastningen på marknaden. Den förväntade avkastningen på en aktie med ett betavärde av noll är lika med den riskfria räntan (Ross, Westerfield & Jaffe 2002:271-273). CAPM är en så kallad enfaktormodell som utgår ifrån att prissättningen bygger på den riskfria räntan och en riskpremie. Den beskriver sambandet mellan en tillgångs avkastning och risk och skildrar enskilda aktiers förväntade avkastning genom att mäta förhållandet med hela aktiemarknadens avkastning (Landelius & Treffner 1998:217).

3.4 Hypotesen om effektiva marknader

Den globala finansiella marknaden är väldigt konkurrenskraftig vilket leder till att priset på värdepapper som tolkas som bra investeringar trissas upp av investerare. Denna process fortgår tills det förväntade värdet på aktien når samma värde som andra investeringar med samma risker. Av samma anledning kommer priser på investeringar som förväntas ge dålig avkastning att sjunka tills de når nivåer som är mer acceptabla i förhållande till avkastningen. Investerare kommer att fortsätta att agera snabbt på investeringsmöjligheter så länge de anser att de kommer att tjäna över den genomsnittliga avkastningen på ett värdepapper (Shapiro &

Balbierer 2000:135). Denna konkurrenssituation bygger på den effektiva marknadshypotesen som förutsätter att all tillgänglig information på kapitalmarknaden avspeglar sig i värdepappers priser. På en fullständigt effektiv marknad skulle jämviktspriser föreligga, vilket innebär att priserna endast skulle ändras när ny information tillkommer marknaden. Eftersom det inte går att förutse verkligt ny information, går det inte heller att förutse prisförändringar på en effektiv kapitalmarknad. Enligt tidigare undersökningar finns det tecken som tyder på att den svenska aktiemarknaden inte är helt effektiv, dock är ineffektiviteten så pass begränsad att den är av liten betydelse (Hägg 1989:23).

Det går att dela in marknadseffektiviteten i en svag, halvstark eller stark form beroende på hur mycket av aktiepriset som bygger på tillgänglig information. Det finns en del empiriska studier som tyder på att marknadseffektiviteten är svag, den så kallade random-walk hypotesen, (Ross, Westerfield & Jaffe 2002:349), och att ingen nödvändig information kan erhållas genom att titta på historiska förändringar i aktiepriset. Denna hypotes hävdar i stället att aktiepriser inte följer ett särskilt mönster utan sätts slumpmässigt. Akademiska studier som gjorts, så kallade eventstudier, undersöker marknadens reaktion på en särskild händelse. Dessa studier visar att marknaden reagerar snabbt vid uttalanden om vinst- eller utdelningsförändringar samt vid oväntade förvärv, de bygger alltså på den halvstarka marknadseffektiviteten. Marknadens reaktion på förändringar i ett företag kommer enligt den halvstarka formen att bero på om nyheterna verkligen är nya och på hur marknaden tolkar informationen. Den starka marknadsformen uppskattas inte helt av professionella investerare då den innebär att marknadens pris innehåller all tillgänglig information och det skulle då vara olönsamt att försöka få tag på insiderinformation för att konsekvent hinna investera före marknaden (Shapiro & Barbierer 2000:136).

Denna studie bygger på en halvstark effektiv marknad vilket innebär att aktiekursen speglar historiska kurser samt innehåller all offentliggjord information om ett företag.

3.5 Eventstudie

En eventstudie är baserad på följande åtta steg (Elton et al 2003:423-425):

1. Insamling av den information som behövs från de företag som har genomgått händelsen (nyintroduktionen). Vad som får händelsen att påverka priset är att det har skett en förändring för investerarna och de måste ta ställning till om de tycker att händelsen är bra eller dålig för dem. Dessutom är det en form av överraskning, vilket man kan säga att varje form av tillkännagivande är.
2. Sätt datum för händelsen till 0. I detta fall blir det introduktionsdagen.
3. Definiera perioden som skall studeras. Studien baseras på en bestämd period som delas upp i observationer. I denna studie blir introduktionsdagen = 0, tredje arbetsdagen = 1 och tre månader efter introduktionsdagen = 2.
4. Beräkna avkastningen för varje företags observationsdag under tidsperioden som studeras.
5. Beräkna den genomsnittliga avvikelseavkastningen för varje företag (AR) under den tidsperiod som studeras.
6. Beräkna den genomsnittliga avvikelseavkastningen för samtliga företag (AAR) under den tidsperiod som studeras. Detta görs för att minimera påverkan av händelser som är specifika just för ett visst företag.
7. Beräkna den kumulativa genomsnittliga avvikelseavkastningen (CAAR) genom att summera alla AAR över den studerade tidsperioden. Detta är dock inte intressant för vår studie eftersom vi inte undersöker tiden innan annonseringsdagen.
8. Examinera och diskutera resultaten.

Avvikelseavkastningen (AR) för en aktie för en särskild dag kan beräknas genom att subtrahera marknadens avkastning för samma dag (R_{mt}) från den aktuella avkastningen (R_{it}) för den dagen. Formeln blir följande (Ross, Westerfield & Jaffe 2002:351):

$$AR = R_{it} - R_{mt}$$

Ett sätt att undersöka den halvstarka formen är att undersöka förhållandet mellan följande informationssystem:

Information som släppts vid tidpunkt $t - 1 \rightarrow AR_{t-1}$

Information som släppts vid tidpunkt $t \rightarrow AR_t$

Information som släppts vid tidpunkt $t + 1 \rightarrow AR_{t+1}$

Pilarna innebär att avkastningen vid en tidpunkt bara relaterar till den information som släppts vid den tidpunkten. En akties avvikelseavkastning vid tidpunkten t (AR_t) bör avspegla den information som släppts vid samma tidpunkt enligt den effektiva marknadshypotesen.

Information som släppts innan bör inte avspeglas i avvikelseavkastningen för denna tidpunkt.

Därför påverkar information vid en viss tidpunkt bara den tidpunktens avvikelseavkastning.

Eventstudier är statistiska studier som undersöker om informationen vid en viss tidpunkt bara reflekterar den tidpunktens avvikelseavkastning eller om informationsutgivningen reflekterar avkastning under andra tidpunkter istället (Ross, Westerfield & Jaffe 2002:351).

3.5.1 Marknadsmodellen

För att undersöka om det har uppstått avvikelseavkastningar i samband med nyintroduktionerna kan man ta hjälp av marknadsmodellen (Ross, Westerfield & Jaffe 2002:351). Avvikelseavkastningen för aktie i vid tidpunkt t :

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$$

R_{it} = Avkastningen för aktie i vid tidpunkt t .

α_i = Förändringen i avkastningen av aktie i som beror på företagets specifika faktorer.

Eftersom aktierna inte i detta fall varit noterade tidigare är aktien riskneutral och då kan man sätta alfa till 0.

β_i = Systematisk risk. Förändringen i avkastningen av aktie i som beror på yttre faktorer. I en undersökning med företag som inte har varit börsintroducerade innan kan risken sättas till 1 eftersom den inte har utsatts för risk innan. Även efter tre månader kan den beräknas till 1 då det har gått så pass kort tid.

R_{mt} = Marknadens avkastning vid tidpunkten t .

Den genomsnittliga avvikelseavkastningen beräknas genom att lägga ihop de genomsnittliga avvikelseavkastningarna för varje dag. Den kan vid tidpunkten t skrivas enligt följande formel:

$$\text{Genomsnittlig avvikelseavkastning} = \frac{1}{n} \sum AR_{it}$$

Enligt den effektiva marknadshypotesen ska avvikelseavkastningen ligga på noll vid $t = 0$ om marknaden vore helt effektiv. Om den nya informationen (tillkännagivandet av nyintroduktionen) gör så att aktiernas avvikelseavkastning ökar kommer den avvikelseavkastningen ligga över noll efter $t = 0$. Bedömer marknaden däremot informationen som negativ kommer avvikelseavkastningen ligga under noll efter $t = 0$.

3.6 Underprisundersökning

Underprissättningsformeln är en enklare icke-indexjusterad formel (vilket innebär att den inte tar med index i beräkningen) som kan kontrollera att avvikelseavkastningarna i eventstudien är korrekta samt även visa antydningar om aktierna är under- eller övervärderade vid introduktionsdagen. Underpriset räknas ut enligt följande formel:

$$\text{Underpris} = \frac{\text{stängningskurs} - \text{teckningspris}}{\text{teckningspris}}$$

4. Tidigare forskning samt teori

Kapitlet består av en presentation av tidigare forskning som behandlar underprissättning av aktier och företags motiv för att börsintroduceras.

4.1 Underprissättning

Forskning visar att företag över hela världen regelbundet underprissätter sina aktier vid börsintroduktioner. Det låga priset leder till att investerarna som köper aktierna kan göra stora vinster men att företagets befintliga aktieägare uppfattar en alternativkostnad eftersom aktien inte säljs till marknadspris (Jenkinson & Ljungqvist 2001:37).

Studier som har gjorts visar att aktier den första introduktionsdagen har en relativt hög avkastning med genomsnittliga nivåer på ca 15,8 % i USA, 24 % i Japan, och 34,1 % i Sverige (Ritter 1998:5-30).

Det finns många modeller som förklarar underprissättning vid börsintroduktion, en av de mest vanliga är ”winner’s curse”. Teorin utvecklades av Kevin Rock 1986. Teorin utgår ifrån att det finns två kategorier av investerare; de med information och de utan information om företaget som ska introduceras på börsen. Investerare utan information kommer att köpa både underprissatta och överprissatta aktier medan investerarna med information bara köper de mer lukrativa underprissatta aktierna. Därmed drabbas de oinformerade investerarna av winner’s curse eftersom de inte köper de prisvärda aktierna i samband med börsintroduktionerna. Dessutom kommer de inte att få lika stor andel av de underprissatta företagets aktier eftersom det är större åtgång på dem (Högholm 1994:12). En annan teori är signaleringsteorin formulerad av Ibbotson som föreslår att företag underprissätter sin aktie vid introduktioner för att ge tecken på att företaget har det så bra ställt att de har råd med kostnaden av att sätta ett lägre pris (1975, återgiven i Högholm 1994:13).

Högholm (1994:154) gjorde 1994 en studie på 224 svenska börsintroduktioner mellan åren 1970 och 1991. Studien visade på en signifikant underprissättning på ca 36 %. Vidare definierade han också fyra olika teorier som behandlar anledningar till underprissättning. Den första förklaringen är att underprissättningen är driven av ett incitament för att ersätta

löneökningar med skatteeffektiva kapitalvinster. Den andra förklaringen är utifrån Beatty och Ritters (1986, återgiven i Högholm 1994:154) teori som visar hur underprissättningen positivt hör samman med graden av osäkerhet som råder kring en IPO. Den tredje tesen visar att företag ur servicesektorn tycks underprissätta sina aktier mer än andra företag, vilket kan höra ihop med att det är svårare att värdera ett företag med mer humankapital än reala tillgångar. Till sist såg han en svag uppbackning för hans teori att motivet för en börsintroduktion skulle höra ihop med underprissättningen.

Det finns andra teorier som visar specifikt hur underprissättning sker vid svenska börsintroduktioner. En av dessa teorier går ut på att det är för riskabelt att överprissätta aktien, både för själva företaget och för investmentbanken. Är priset för högt finns det stora möjligheter att erbjudandet inte fulltecknas och dras tillbaka. Dras erbjudandet tillbaka kan det innebära större kostnader för företaget än själva underprissättningen både likviditetsmässigt och anseendemässigt (Fredriksson & Lind 1996:22-29)

En annan synvinkel som är viktig att framvisa är forskningen kring hur IPO-företag presterar de första åren. Statistik har visat att dessa företag presterar sämre än normala index de tre följande åren efter introduktionen. Investeringar i börsintroduktioner anses dock inte vara direkta förluster men forskning indikerar att portföljer med endast sådana företag ger hälften av avkastningen som en marknadsportfölj ger, om man tittar utifrån ett treårigt perspektiv. Forskare har idéer om att anledningen till de låga avkastningarna kan vara att det är de optimistiska investerarna som dras till IPO-investeringar som har en osäker prissättning. De optimistiska värderarna värderar dessa företag högt och upptäcker allteftersom att företagen inte är lika värdefulla som man tidigare trott och därför sjunker priset på dessa aktier (Ritter & Welch 2002:1795-1828). Tajningen när en IPO introduceras kan också vara en anledning till den låga avkastningen. Om börsintroduktionerna i många år varit väldigt lyckade bidrar detta till att fler bolag vill notera sig. Om marknaden sedan börjar gå sämre har man en stor andel IPO-företag som det går sämre för, vilket drar ner IPO-företagens genomsnittliga prestation (Schultz 2003:483-517).

Jay Ritter och Tim Loughran (2004:5-37) publicerade 2004 artikeln "Why Has IPO Underpricing Changed Over Time", i *Financial Management*. Författarna undersökte orsakerna till den extrema underprissättning som konsekvent skett vid IPOs under 1999 till

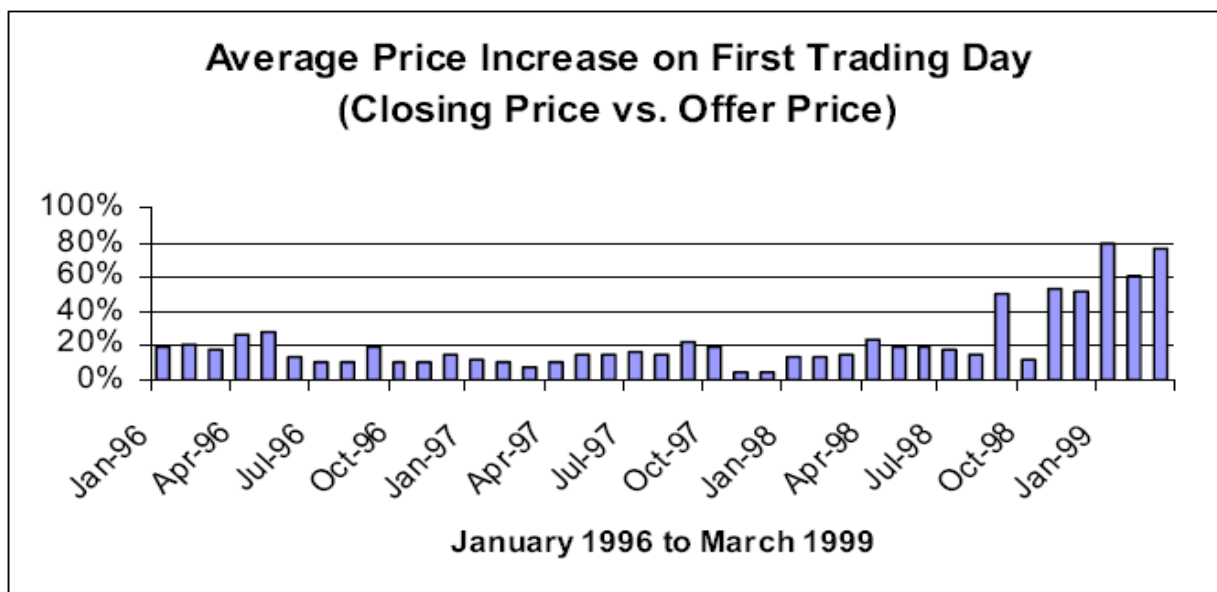
2000, då noteringsdagens genomsnittliga avkastning var 65 %. För att få en bakgrund undersöktes orsakerna till den stigande underprissättningen under 1980 till 1998. De hade sett att underprissättningen hade ökat med 7 % under 1980-1989 och nästan 15 % under 1990 till 1998. Författarna såg också att avkastningen gick ned till 12 % efter IT-bubblan, år 2001 till 2003. Ritter och Loughran hänför en stor del av den höga underprissättningen under IT-bubblan till en förändring av utfärdare. Det skedde en allokering av aktuella börsintroduktioner till investmentfirmor som hade rykte om sig att underprissätta i överkant. Utgivarna ignorerade förlusten av kapital som underpriset gav då introduktionerna i det stora hela gav positiva intäkter.

I studien har Ritter och Loughran specifikt undersökt tre förklaringar till den kontinuerliga underprissättningen: risk, omstrukturering av incitament och förändring i utfärdarens funktion. Resultaten visade att risken inte spelar någon större roll för underprissättningen. De kom istället fram till att anledningen till att IPOs är underprissatta varierar beroende på omgivningen. På 1980-talet är det tänkbart att problemet med "winner's curse" och det dynamiska informationsförvärvet var de största förklaringarna till underprissättningen som i genomsnitt var 7 % i USA. Men under IT-bubblan tror författarna att det inte var samma saker som påverkade underprissättningen. Istället var analyser inför börsintroduktioner och sidobetalningar till chefer och riskkapitalister signifikant viktigt.

En undersökning som gjordes av Antoinette Schoar (2003:10)⁷ berör olika aspekter av börsintroduktioner. Schoar beskriver hur man empiriskt har sett vissa regelbundenheter i hur aktier utvecklar sig efter en börsnotering: första dagen har man sett en klar underprissättning, långsiktigt har aktien uppvisat underprestation och generellt har man sett att IPO-marknader är väldigt cykliska beroende på när marknaden är het. Den första dagen har man genomsnittligt sett att aktiepriset har gått upp. Det kan tilläggas att studien anses gälla för alla utvecklade kapitalmarknader.

Grafen (Schoar 2003:14) visar hur stor avkastningen den första dagen vid börsintroduktioner i genomsnitt har varit mellan 1990-1998. Man kan tydligt se hur avkastningen börjar öka mot slutet av 1998, och får de högsta genomsnitten år 1999.

⁷ http://ocw.mit.edu/NR/rdonlyres/Sloan-School-of-Management/15-431Entrepreneurial-FinanceSpring2002/012FD395-CCAF-406D-86B3-10B13A2209C1/0/lec23_ipo.pdf, 2005-12-13



Data Source: SDC

Figur 1. Den genomsnittliga prisökningen på den första noteringsdagen

Författaren skriver vidare om möjliga orsaker till underprissättningen, vilka är:

- ”Herding effects”- Krav från institutionella investerare medför att mindre informerade investerare köper aktierna.
- ”Winner’s curse”- Oinformerade investerare befäradar att de bara kommer att bli tilldelade aktier i dåliga IPOs.
- Lämna en god ”eftersomak”
- Marknadskrafter- underwriters har kontroll över orderboken.

Varför bryr sig inte företaget mer om det faktum att investerare kan köpa deras aktier till ett underpris? Schoar (2003:19)⁸ presenterar följande anledningar: de tror på de orsaker som investmentbanken presenterar som grund för prissättningen; de vill inte ta för stora risker utan ser hellre till att vara säkra på att börsintroduktionen lyckas; de tjänar ändå mycket pengar på introduktionen så de bryr sig inte om underprissättningen.

⁸ http://ocw.mit.edu/NR/rdonlyres/Sloan-School-of-Management/15-431Entrepreneurial-FinanceSpring2002/012FD395-CCAF-406D-86B3-10B13A2209C1/0/lec23_ipo.pdf, 2005-12-13

4.2 Motiv och underpris

Schoar (2003:2)⁹ berättar om de vanligaste motiven till varför företag börsnoteras.

Författarens undersökning visar att det kan vara för att få in kapital, bli likvida genom att få in en mer diversifierad grupp av investerare och få en möjlighet att använda aktier för sammanslagningar och förvärv. Ytterligare anledningar kan vara att entreprenörer återfår kontroll från riskkapitalister när aktier är distribuerade och att en börsnotering signalerar stabilitet och pålitlighet till kunder och leverantörer.

I en studie som gjordes 1993 av Jeong-Bon Kim, Itzhar Krinsky och Jason Lee, "Motives For Going Public And Underpricing: New Findings From Korea" (1993:195-211), undersöks graden av underpris relaterat till de olika motiv som utfärdare anger vid en börsintroduktion. Författarna undersöker framförallt validiteten i relationen mellan underpris och eventuella osäkerheter vid utfärdningen av en börsintroduktion. Rapporten granskar 177 börsintroduktioner som listats på Koreabörsen (KSE) mellan 1988 och 1990. Enligt författarna finns det tillräckliga bevis som stöder tesen att aktier genererar stor avvikelseavkastning vid tidpunkten som direkt följer dess introduktion. Enligt Ibbotson och Ritter (1975 respektive 1984, återgiven i Kim, Krinsky & Lee 1993) presterar aktiepriset i början av introduktionen över 10 % av marknadspriset så väl i USA som på andra marknader. I rapporten framgår att en del äldre studier pekar på att underpris är resultatet av osäkerheten kring aktiepriset på eftermarknaden, medan nyare studier pekar på att underprissättning görs för att fungera som en signal för att övertyga investerare om att företaget mår bra.

Kim, Krinsky och Lee räknade ut att den genomsnittliga avkastningen vid noteringsdagen, för hela testpopulationen, var lika med 57.54 %. Deras resultat visar att måttet av underpris kan variera beroende på företags motiv för att introduceras. Resultaten visar även en tendens till att ju mer angeläget ett företag är av att erhålla introduktionsvinsten, ju högre är måttet på underprissättningen.

⁹ http://ocw.mit.edu/NR/rdonlyres/Sloan-School-of-Management/15-431Entrepreneurial-FinanceSpring2002/012FD395-CCAF-406D-86B3-10B13A2209C1/0/lec23_ipo.pdf, 2005-12-13

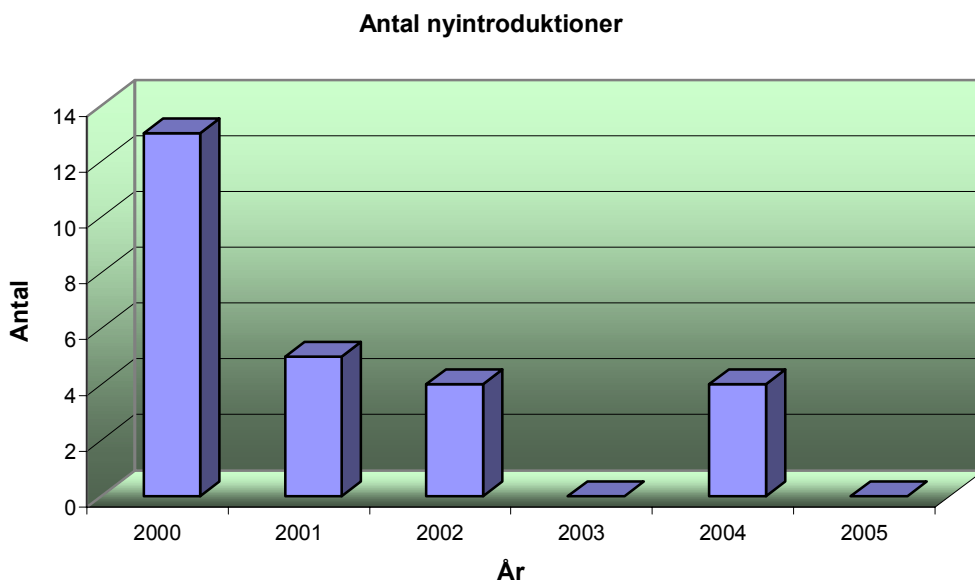
Vidare får Kim, Krinsky och Lee fram resultat som indikerar att graden av underpris är avsevärt högre när ett företag tar hänsyn till finansieringen av eget kapital än när motivet till börsintroduktionen är att grundarna vill differentiera sin portfölj. Resultaten visar även att högkvalitativa underwriters kan reducera en viss grad av osäkerhet kring ett nytt utfärdande och att de också tenderar att ha en lägre underprissättning.

Kim, Krinsky och Lee utformade i sin studie olika tester för att titta på förhållandet mellan avvikelseavkastningen på aktier vid noteringsdagen och olika variabler. De kom fram till att olika variabler antingen enskilt eller tillsammans påverkar graden av underpris oavsett vad motivet för börsintroduktionen är. Författarna visar också att avkastningen vid en börsintroduktion är positivt relaterad till kvarhållandet av ägandeskap och negativt relaterat till utfärdandevinster som resultat av nya kapitalkostnader när börsintroduktionen involverar gamla eller utestående aktier. De ansåg även att deras studie gav trovärdiga bevis på att motiv är väldigt viktiga vid förklaring av nya utfärdandens underpris.

5. Empiri

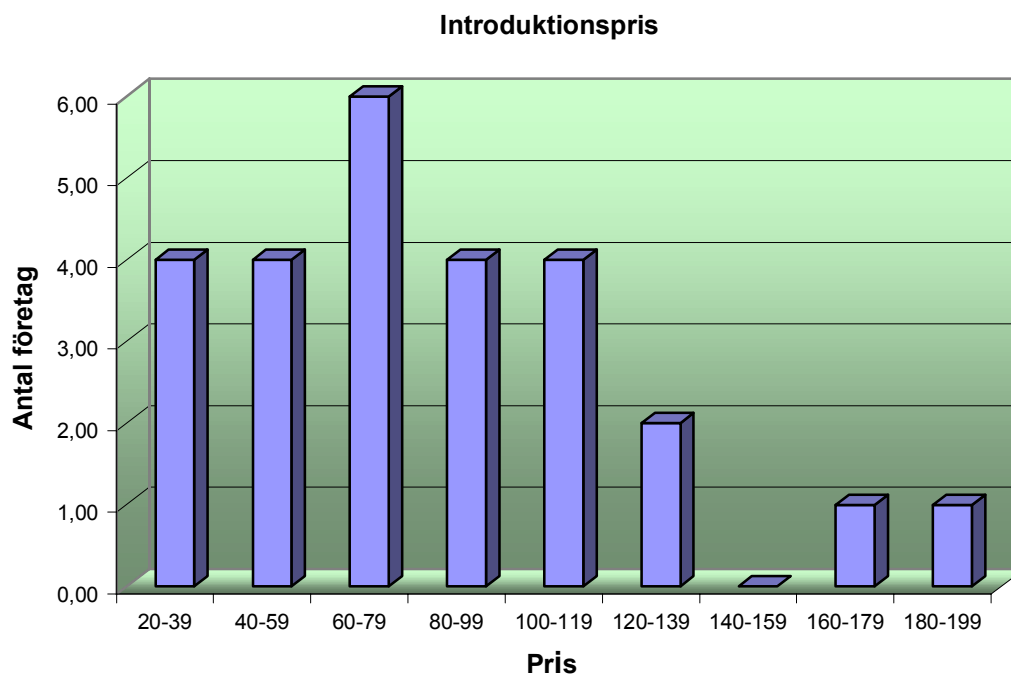
I detta kapitel presenterar vi resultatet av vår undersökning. Vi har valt att presentera resultatet i två olika avdelningar. Ena delen består av undersökningen av avvikelseavkastningarna och underprissättningarna och den andra delen av granskningen av de bakomliggande motiven för börsintroduktionerna.

5.1 Nyintroduktioner



Figur 2. Antal nyintroduktioner per år 2000-2005

Antalet nyintroduktioner under 2000-talet har varierat väldigt mycket. I figur 2 syns tydligt hur stor skillnaden är mellan exempelvis år 2000 och år 2003, då det 2000 nyintroducerades 13 företag medan det tre år senare inte nyintroducerades ett enda. Totalt nyintroducerades det 26 företag under perioden 2000 till (september) 2005 och efter år 2000 syns en stadig minskning fram tom. 2003 men 2004 nyintroducerades lite fler företag, fyra stycken. Under 2005 (tom. september) nyintroducerades inte något företag.



Figur 3. Antal företag med ett visst introduktionspris

I figur 3 visas vilket pris som vanligtvis har satts vid nyintroduktioner hittills på 2000-talet. De flesta introduktionspriserna ligger mellan 60 och 79 kronor per aktie. Men generellt sett rör sig priserna mellan 20 och 119 kronor för en aktie. Det högsta observerade priset för en nyintroducerad aktie i undersökningen var 190 kronor, vilket inträffade 2004.

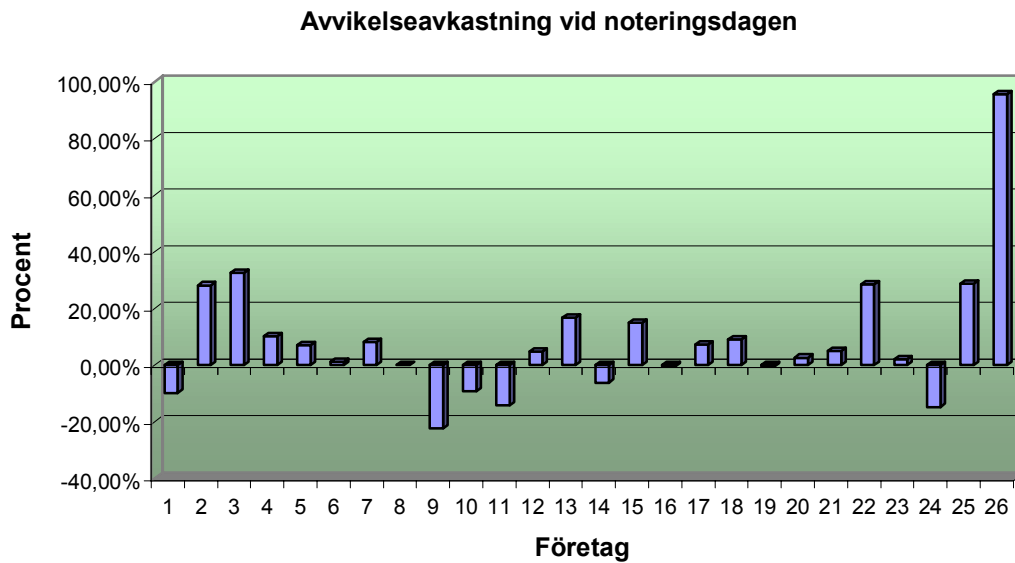
5.2 Avvikelseavkastningen

Avvikelseavkastningen för respektive företag varierade väldigt mycket beroende på vilket år introduktionen ägde rum och på hur lång tid efter introduktionen som avvikelseavkastningen beräknades. Figur 4 är en sammanställning av alla de undersökta företagen och de uträknade avvikelseavkastningarna för de tre undersökta tidpunkterna; introduktionsdagen, tredje arbetsdagen samt tre månader efter introduktionen. Avvikelseavkastningarna som är representerade i de olika graferna för noteringstillfället, tredje dagen samt tredje månaden visar hur mycket avkastningen skiljer sig från index vid dessa tillfällen.

Bolag	1:a not.dag	Avv.avkast. t = 0 (1:a not.dag)	Avv.avkast. t = 1 (3:e arb.dag)	Avv.avkast. t = 2 (3:e mån)
1) Note AB	2004-06-23	- 9,80 %	- 8,80 %	-12,40 %
2) Unibet Group Plc	2004-06-08	28,10 %	25,30 %	18,40 %
3) Powerwave Tech. Inc,	2004-06-04	32,50 %	33,90 %	1,90 %
4) Oriflame Cosmetics S.A.	2004-03-24	10,20 %	13,90 %	33,80 %
5) Nobia AB	2002-06-19	7,00 %	- 2,40 %	0,20 %
6) Ballingslöv International	2002-06-19	1,20 %	7,50 %	9,20 %
7) Intrum Justitia	2002-06-07	8,20 %	8,90 %	26,80 %
8) Alfa Laval	2002-05-17	0,00 %	6,70 %	10,30 %
9) Rnb Retails and Brands AB	2001-06-26	- 22,40 %	- 29,50 %	- 36,70 %
10) Vitrolife AB	2001-06-26	- 9,20 %	- 13,20 %	- 12,60 %
11) BioInvent International AB	2001-06-12	- 14,30 %	- 10,20 %	- 18,10 %
12) BTS Group AB	2001-06-06	4,70 %	12,70 %	- 11,90 %
13) Carnegie & Co AB	2001-06-01	16,70 %	23,20 %	- 0,40 %
14) Neonet AB	2000-10-20	- 6,20 %	- 17,10 %	3,70 %
15) Orc Software	2000-10-19	14,90 %	24,40 %	39,00 %
16) Eniro AB	2000-10-10	- 0,50 %	1,30 %	18,30 %
17) Audio Dev AB	2000-09-21	7,30 %	9,90 %	- 11,70 %
18) Tripep AB	2000-07-14	9,00 %	27,01 %	39,00 %
19) Pyrosequencing AB	2000-06-30	- 0,40 %	- 0,44 %	49,20 %
20) Axis AB	2000-06-27	2,60 %	4,30 %	23,60 %
21) Telia AB	2000-06-13	5,00 %	6,10 %	12,80 %
22) Viking Telecom AB	2000-05-31	28,50 %	29,10 %	28,10 %
23) Mekonomen AB	2000-05-29	2,00 %	0,90 %	- 18,10 %
24) JC AB	2000-04-19	- 14,80 %	- 13,40 %	- 32,10 %
25) Tele1 Europe Holding AB	2000-03-16	28,70 %	24,70 %	- 24,10 %
26) Micronic Laser Systems AB	2000-03-09	95,60 %	101,00 %	84,60 %

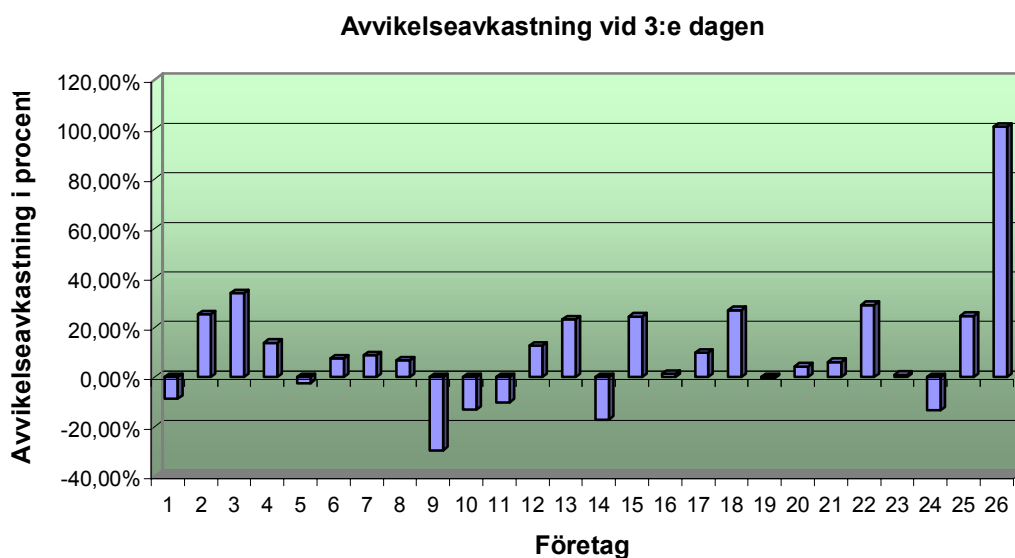
Figur 4. Avvikelseavkastningen för varje företag

Resultatet av avvikelseavkastningsundersökningen presenteras i detta avsnitt i form av olika grafer med tillhörande förtydligande text.



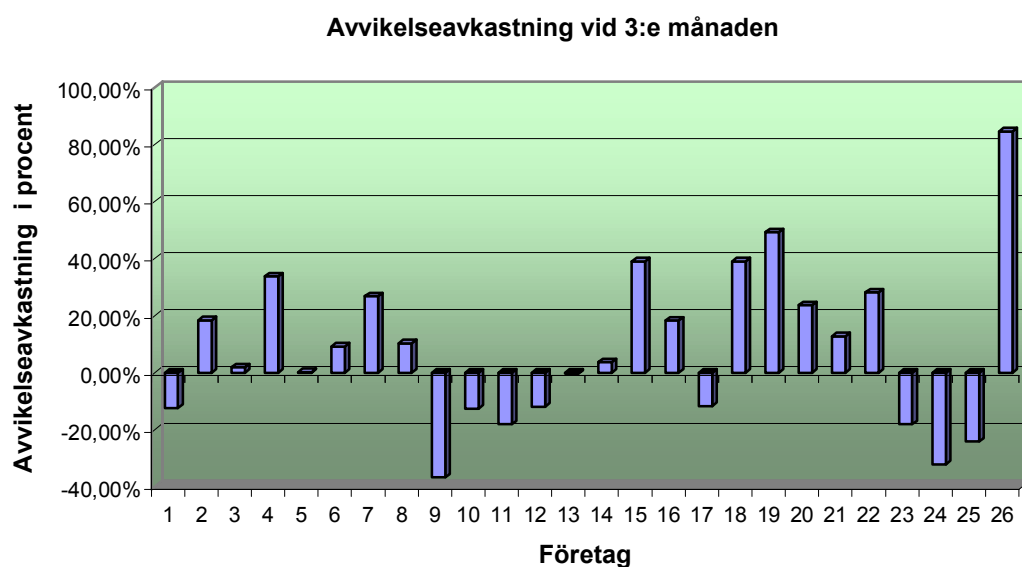
Figur 5. Avvikelseavkastningen vid noteringsdagen för varje företag

I figur 5 visas alla företag som studien bygger på. Avvikelseavkastningen för de olika företagen varierar väldigt mycket gentemot varandra vid noteringsdagen. Generellt sett har de flesta företagen här en avvikelseavkastning som ligger inom intervallet -20 % till +20 %. Den lägsta avvikelseavkastningen hade Rnb Retails and Brands AB, med introduktionsår 2001, som låg på en procentsats på -22,40 %. Den högsta hade Micronic Laser Systems AB, med introduktionsår 2000, som låg på en procentsats på +95,6 %.



Figur 6. Avvikelseavkastningen vid tredje arbetsdagen för varje företag

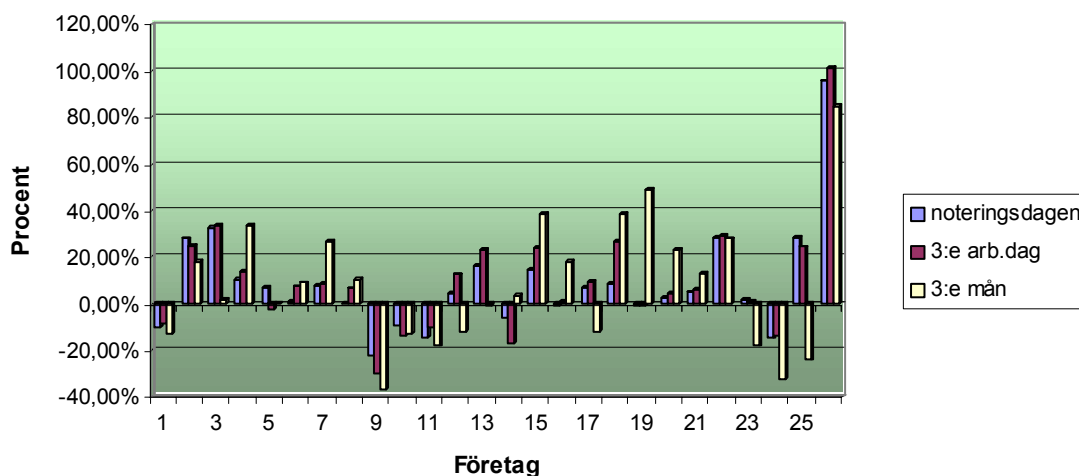
Den tredje arbetsdagen efter noteringsdagen ser man (Figur 6) en större variation i avvikelseavkastningen än den första noteringsdagen, men den följer ändå samma mönster. Men man kan notera att avvikelseavkastningen har blivit lite större, både positivt och negativt.



Figur 7. Avvikelseavkastningen efter tre månader för varje företag

I figur 7 kan utläsas en stor förändring gentemot resultaten från de tidigare två mättillfällena. Många av de företagen som haft en tidig positiv utveckling fick en nedgång i avvikelseavkastningen efter tre månader. En avvikande extrem är företag 26, Micronic Laser Systems AB, vilket haft en extrem utveckling vid alla tre mättillfällen.

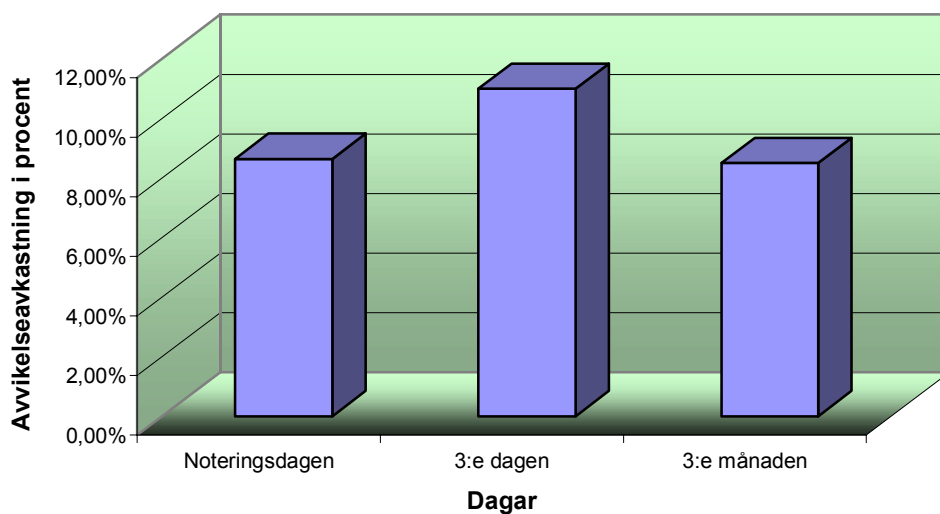
Samtliga företags avvikelseavkastning vid samtliga tidpunkter



Figur 8. En jämförelse av de undersökta företagens avvikelseavkastningar vid samtliga tidpunkter

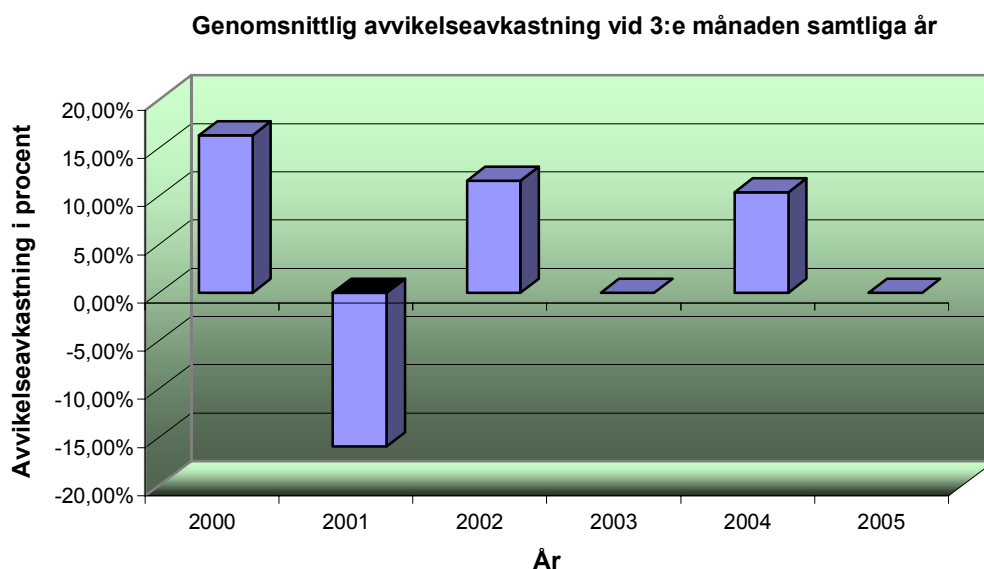
Figur 8 visar ännu mer tydligt än tidigare hur avvikelseavkastningarna den tredje dagen ökar från den första dagen i de riktningarna som de initialt hade, både positivt och negativt. Den tredje månaden har det skett en väldigt varierad utveckling. Men man kan se i grafen att en klar majoritet av företagen med högst initial avvikelseavkastning samt med en lägst initial underavkastning har sjunkit betydligt efter tre månader.

Genomsnittlig avvikelseavkastningen för samtliga företag



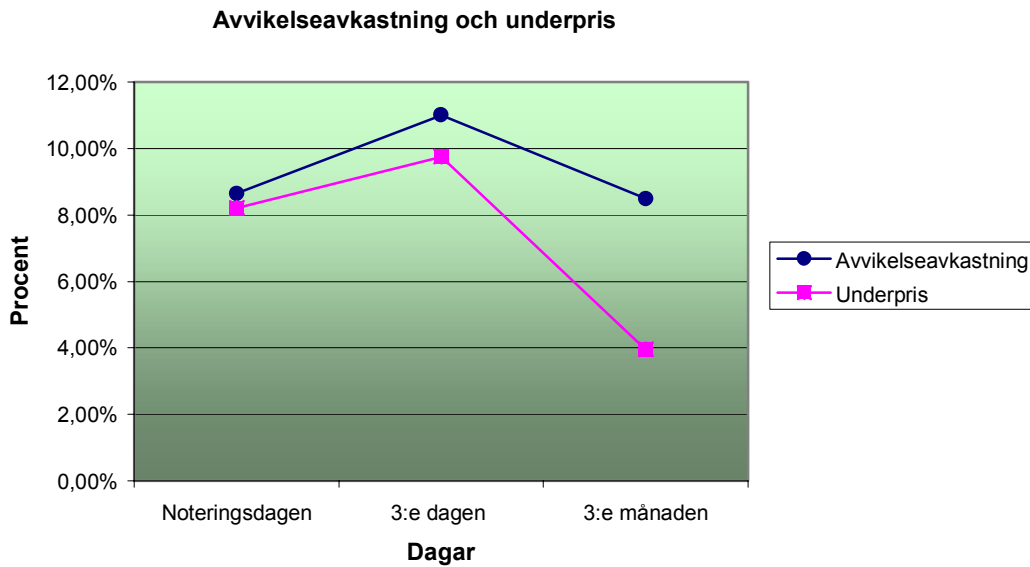
Figur 9. Genomsnittliga avvikelseavkastning för de tre mätillfällena

Figur 9 visar den genomsnittliga avvikelseavkastningen för noteringsdagen, den tredje dagen och den tredje månaden för de företag som hittills har nyintroducerats mellan åren 2000 och 2005. Avvikelseavkastningen visar ett resultatet på ca 8,6 % vid noteringsdagen, ett högre resultat den tredje dagen (ca 11 %) och sedan utifrån det ett sjunkande resultat vid den tredje månaden (ca 8,5 %). Denna graf visar att avvikelseavkastningen vid noteringsdagen och den tredje månaden var relativt lika, varpå den var som högst vid den tredje dagens slut.



Figur 10. Genomsnittlig avvikelseavkastning efter tre månader

Figur 10 visar den genomsnittliga avvikelseavkastningen den tredje månaden för nyintroducerade företag mellan åren 2000 och 2005. År 2000 var avvikelseavkastningen som högst (ca 16,3 %) varpå den år 2001 var som lägst (ca -16 %). Både vid år 2003 och år 2005 låg siffran för den genomsnittliga avvikelseavkastningen på 0 %, vilket berodde på att inga nyintroduktioner förekom då. Dessutom skedde det inga nyintroduktioner i slutet av 2002 eller 2004 som efter tre månader övergick till nästföljande år.



Figur 11. Avvikelseavkastningen i relation till underprissättningen vid varje mättillfälle

I figur 11 visas avvikelseavkastning och underpris gentemot varandra. Man kan se att avvikelseavkastningen ligger på en högre procentsats än underpriset inom hela intervallet från noteringsdagen till den tredje månaden efter introduktionsdagen. Man ser med hjälp av grafen en tendens till att underpriset är en stor del av avvikelseavkastningen men att den inte utgör hela avvikelseavkastningen. Dock är uträkningen som underpriset baseras på i undersökningen en enkel metod och därför bör procentansatsen av underpris ses som en approximation. Grafen visar att underpriset utgör en större del av avvikelseavkastningen den första noteringsdagen jämfört med tredje dagen och även den tredje månaden efter introduktionen. Avvikelseavkastningen och underpriset skiljs åt mer och mer allteftersom tiden går (enligt undersökningen). Den tredje månaden har underpriset sjunkit med större hastighet än avvikelseavkastningen och därav har ett större gap mellan avvikelseavkastning och underpris skapats.

5.3 Motivundersökningen

Kapitlet inleds med en sammanställning av de motiv som företag benämnde som anledningar till deras börsintroduktion. Motiven är hämtade ur företagets prospekt. Efter detta följer ett avsnitt där vi berättar om de mest frekventa motiven.

Nr	Typ av motiv	Antal företag	Genomsnittlig avvikelseavkast. (3 mån)
1	Ta tillvara på potentiella möjligheter / potential för framtida tillväxt, expansion och nyetableringar	18	1,90 %
2	Ökad uppmärksamhet från kunder, media och kapitalmarknad	16	1,80 %
3	Möjligheter till förvärv	14	3,47 %
4	Rekrytera och behålla attraktiva konsulter / medarbetare	10	13,79 %
5	Förbättrad likviditet och rörelsekapital	9	2,69 %
6	Direkt tillgång till kapitalmarknaden	8	10,35 %
7	Få in kapital för att stärka och utveckla varumärket / produkter	7	13,99 %
8	Stärka den finansiella ställningen genom minskning av skuld	6	8,08 %
9	Stärka företagets ställning på marknaden / öka bolagets status och trovärdighet gentemot kapitalmarknaden, kunder och samarbetspartners	6	21,53 %
10	Större riskkapital / tillgång till riskkapitalmarknaden	4	- 3,35 %
11	Investering i FoU-projekt	3	37,00 %
12	Likviditet i aktien pga. ägarspridning och notering	2	5,00 %
13	Underlätta möjligheterna för medarbetare att bli delägare i bolaget / bred spridning bland allmänheten och anställda	2	- 2,65 %
14	Att erhålla de finansiella resurser som krävs för marknadsföring och försäljning	2	- 4,45 %
15	Effektiv förvaltning	1	12,80 %
16	Behålla / utöka kundbasen	1	18,40 %
17	Skapa värde för aktieägarna som blir direktägare och får mer flexibilitet / långsiktig värdeökning för aktieägarna	1	0,20 %

Källa: Prospekten

Figur 12. Typ av motiv och antal bolag med detta motiv samt den genomsnittliga avvikelseavkastningen för företagen med det motivet. Ett företag kan ha flera motiv.

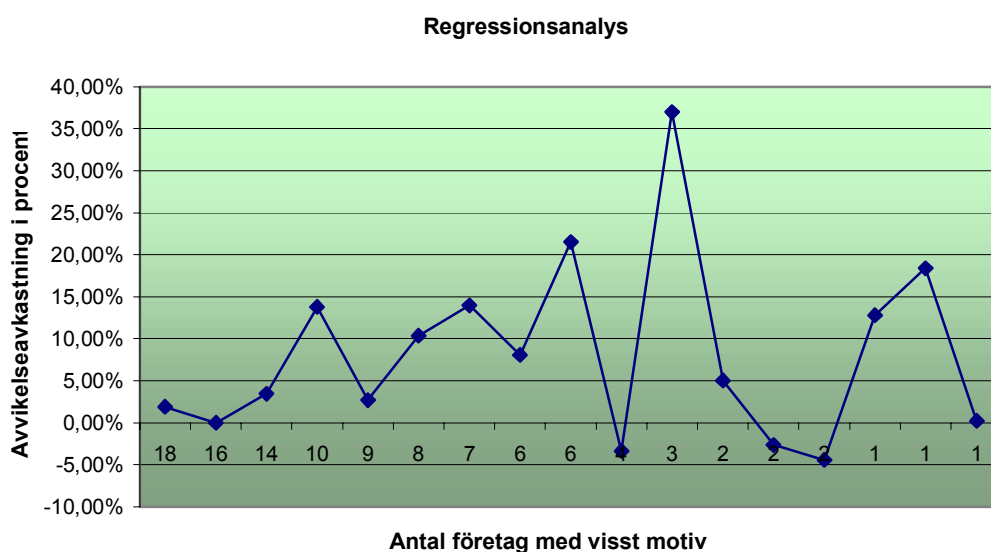
5.3.1 De vanligaste motiven

Av de 26 företagen (hela populationen) som undersöktes var det vanligaste motivet, omnämnt av 18 företag, att de i högre grad skulle kunna tillvarata potentiella möjligheter och att noteringen skulle bidra till en högre potential för framtida tillväxt, expansion och nyetableringar. Det näst vanligaste motivet var att noteringen skulle leda till en ökad uppmärksamhet från kunder, media samt kapitalmarknad. Detta framkom som motiv i 16 av 25 prospekt. Två andra motiv som också framkom i många av prospekten var önskan att

företaget skulle få större möjligheter till förvärv och att i större utsträckning kunna rekrytera och behålla attraktiva konsulter eller medarbetare. Majoriteten av företagen ville alltså genomföra en börsintroduktion för att kunna skapa ett ökat intresse som skulle kunna leda till en ökad framtida tillväxt och nya möjligheter. Företagen ville också genom börsintroduktionen kunna stärka sin position på marknaden och skapa tillväxt för att på längre sikt kunna ha råd med att finansiera sin fortsatta verksamhet.

Ytterligare motiv som framkom var att en börsnotering skulle kunna ge direkt tillgång till kapitalmarknaden vilket underlättar för framtida förvärv och som skulle kunna öka värdet för aktieägarna på lång sikt. Det ansågs också viktigt att få en allmän förbättrad likviditet och ökat rörelsekapital. Sju företag underströk också vikten av att få in kapital för att stärka och utveckla varumärket och produkter. Sex företag nämnde att börsintroduktionen var en del av deras långsiktiga strategi som förväntades stärka företagets ställning på marknaden och öka förtroendet hos såväl kunder som samarbetspartners. Ett annat motiv var också att företagen ville stärka sin finansiella ställning genom att minska sin skuldsättningsgrad. Värt att notera är också att bara ett företag omnämnde som motiv att börsintroduktionen skulle skapa en värdeökning för aktieägarna.

5.3.2 Motiv, avkastning och underpris



Figur 13. Analys av sambandet mellan antal bolag med ett visst motiv och den genomsnittliga avvikelseavkastning för företagen med det motivet

I figur 13 ses en enkel linjär regression. Antal företag med visst motiv är den oberoende variabeln (x-axeln) och avvikelsetavkastningen är den beroende variabeln (y-axeln). X-axeln börjar från vänster med de vanligast valda motiven och fortsätter sedan i nedåttstigande riktning och längst till höger finns de motiven som bara valts av ett företag. Med den här typen av regressionsanalys går det inte att se ett tydligt samband mellan avvikelsetavkastning och motiv. Men man kan ändå se tendenser till att det har gått bättre för företag med vissa motiv. Det kan utläsas att t ex. de tre företagen som hade motivet att kunna investera i FoU-projekt i genomsnitt hade en väldigt hög avvikelsetavkastning. Bland de vanligare valda motiven hade motivet att få in kapital för att stärka och utveckla varumärket/produkter den högsta avvikelsetavkastningen. Tittar man på de tre motiven som var vanligast ligger avvikelsetavkastningen genomsnittligt väldigt nära noll vilket antingen kan tyda på att de vanligare motiven varken har en speciellt hög eller låg avvikelsetavkastning eller att avvikelsetavkastningen har jämnat ut sig eftersom så många företag räknas med. Det ska också tilläggas att eftersom ett företag kan ha flera olika motiv (företagens motiv finns angivna i bilaga 4) är det möjligt att avvikelsetavkastningen kan bero på vilket eller vilka alternativ som helst. Det är svårt att utläsa vilket motiv som påverkar företagets avvikelsetavkastning mest.

En felkälla i grafen kan vara att de motiv som inte har valts av mer än ett företag har blivit direkt beroende av det företagets avvikelsetavkastning vilket gör att det inte är troligt att just de motiven har något direkt samband med avvikelsetavkastningen som visas i figuren.

5.4 Sammanställning av telefonintervju med finansanalytiker Peter Malmqvist

Stockholm 15 december, 2005:

Finansanalytikern Peter Malmqvist anser att en nyintroduktion är ett bra sätt att få in pengar i företaget, om företaget framförallt är intresserat av tillväxt genom förvärv. Det finns nämligen en antydning till att förvärv uppskattas mer av placerare än vad t ex. organisk utveckling gör. Ytterligare anledningar till att nyintroduktioner anses positiva är att det är ett bra sätt för bolag att få ökad respekt och kännedom.

Att avvikelsetavkastningen för företag fluktuerar så mycket vid tidpunkten för introduktionen tom. tredje månaden efter introduktionen anser Peter Malmqvist verka trovärdigt eftersom det

finns ett relativt stort intresse kring företag vid introduktioner, vilket syns genom bl a. skriverier om bolagen. I jämförelse med de två senaste åren trodde han dock att avvikelseavkastningen i genomsnitt skulle ha sjunkit ännu mer den tredje månaden än vad den gjorde i våra resultat.

De viktigaste faktorerna som påverkar avvikelseavkastningen efter en nyintroduktion berodde enligt Malmqvist på positiva skriverier om företagen i t ex. Dagens Industri, Affärsvärlden eller Börsveckan. Men möjligtvis även vid större introduktioner, om Carnegie eller någon annan stor investmentbank skriver en positiv analys om bolaget. Däremot trodde han inte att företagets motiv för att introduceras påverkar avvikelseavkastningen.

Ytterligare ansåg Malmqvist att de som tar hand om introduktionen gärna ser att aktien går upp ungefär 15 % det närmaste året efter introduktionen pga. att säljare då är nöjda med priset samt att köpare får en relativt god avkastning justerad för risk. Hans erfarenhet är att när aktierna stiger ungefär 15 % de första 12 månaderna så är introduktionen rätt prissatt. Han anser dock inte att underprissättning på aktierna sker medvetet från företagets sida utan att de istället prissätter enligt marknaden men med en liten rabatt, pga. bolagets okända natur. Då ligger även en förväntan på att bolaget följer marknaden uppåt med samma procent. Samtidigt ska utvecklingen inte bli för god, t ex. med en ökning med 40-50 %, eftersom säljarna då har sålt aktien för billigt. Det är enligt Malmqvist viktigt att man försöker hitta en prisnivå som passar både säljare och köpare.

När det gällde typ av jämförelseindex vid beräkning av avvikelseavkastning är OMXS30-index ett rimligt index att använda för vår undersökning.

6. Analys

I kapitlet analyseras våra resultat i förhållande till de teorier och den tidigare forskning som vi behandlat i ämnet samt den intervju som genomfördes i samband med undersökningen. I analysen utgår vi från problemformuleringarna och syftet för uppsatsen.

6.1 Inledande analys

För att granska våra resultat har vi tittat på vad liknande forskning har kommit fram till och jämfört med våra egna resultat. Forskning visar att företag över hela världen regelbundet underprissätter sina aktier vid börsintroduktioner. Vår studie tyder på samma resultat, nämligen en klar underprissättning vid nyintroduktionerna. Man kan se detta genom att titta på både underprissättning och avvikelseavkastning. Ju mer aktien är underprissatt desto större avvikelseavkastning kommer aktien att ha eftersom priset då snabbt stiger upp till marknadsvärdet. Dock kan man se att underpris och avvikelseavkastning för de olika företagen sinsemellan, i undersökningen, varierar väldigt mycket. Detta kan bero på en rad olika faktorer som är individuella för företagen både gällande prissättning och ytterligare variabler såsom storlek och bransch.

6.2 Analys av marknadens reaktion efter nyintroduktionen

I majoriteten av de nyintroduktioner vi har undersökt, reagerade företagens aktiepris positivt den första noteringsdagen. Resultatet visar också att avvikelseavkastningen blir högre efter den tredje dagen för att sedan återgå till en avvikelseavkastning som ungefär motsvarar den första noteringsdagen. Den genomsnittliga avvikelseavkastningen för de tre perioderna som undersöktes var ca 8,6 % den första noteringsdagen, ca 11 % vid den tredje dagens slut och ca 8,5 % den tredje månaden. Detta tyder på att priser på aktier i genomsnitt ökar de första dagarna efter en nyintroduktion för att sedan sjunka igen månaderna efter. Samma mönster går att utläsa i tidigare studier. Ibbotson och Ritter (1975 respektive 1984, återgiven i Kim, Krinsky & Lee, 1993:195-211) anser att det finns tillräckliga bevis som stöder tesen att aktier genererar stor avvikelseavkastning vid tidpunkten som direkt följer dess introduktion. De har sett att aktiepriset i början av introduktionen presterar över 10 % av marknadspriset så väl i

USA som på andra marknader. Detta stämmer rätt väl överens med vår avvikelseavkastning på 8,6 % som är indexjusterad. Avvikelseavkastningen har skiljt sig avsevärt mellan våra undersökta företag och mellan olika tidpunkter. Däremot kan man se att de allra flesta företags avvikelseavkastningar följer samma riktning vid den tredje dagen som vid den första, fast mer framträdande.

6.3 Ingående analys av prissättning och avkastning

Resultaten i vår studie visar att de flesta av de undersökta företagen har underprissatt sina aktier vid introduktionen. I studien syns en tendens till att underpris utgör en stor del av avvikelseavkastningen, men inte hela. Detta innebär att avvikelseavkastningen även kan bero på andra faktorer och inte endast är ett resultat av underprissättningen. Det är vanligt att man sätter ett introduktionspris på ca 15 % under marknadspriset (Arkebauer 1998:127). På liknande sätt berättar finansanalytiker Peter Malmqvist¹⁰ att företag oftast eftersträvar en ökning på 15 % det närmsta året efter en introduktion. Dock har studien inte följt företagen i ett år för att kunna avgöra om de flesta företag uppnår en sådan ökning. Våra resultat visar dock ett genomsnittligt underpris på 8,2 % den första noteringsdagen, 9,7 % vid den tredje dagen, samt 4 % den tredje månaden. Detta visar att företagens underpris minskar efter tredje dagen. Underprisuträkningen har emellertid räknats ut genom en enkel formel och fungerar som en kontroll av avvikelseavkastningen, så man kan inte dra några direkta slutsatser enbart från den.

Vi har tittat på vilka möjliga anledningar som finns för att motivera varför just den populationen vi har tittat på i vår undersökning underprissatt sina aktier men utan att hitta några tydliga svar. Möjliga anledningar utifrån litteraturen är t ex. ”winner’s curse” (kapitel 4.1) eller signaleringsteorin (Högholm 1994:13). Den sistnämnde tyder på att företag väljer att underprissätta sina aktier vid börsintroduktioner för att ge tecken på att företaget har det så bra ställt att de har råd att sätta ett lägre pris. Teorin återkommer i många studier.

Högholm (1994:154) studerade svenska börsintroduktioner mellan åren 1970 och 1991. Studien visade en signifikant underprissättning på ca 36 %. Detta är en siffra som är väldigt mycket högre än de i vår undersökning. Då får man ta hänsyn till tidsaspekten istället. Hur såg

¹⁰ Peter Malmqvist, finansanalytiker, telefonintervju den 15 december 2005

börsen ut då? Dessutom får man räkna med att det inte är avvikelseavkastningen som studerats i Högholms undersökning utan bara avkastningen och därmed är det möjligt att index steg extremt mycket i genomsnitt under den perioden. Vidare berättar Högholm om olika teorier som behandlar anledningar till underprissättning. En teori grundas på Beatty och Ritters (1986, återgiven i Högholm 1994:154) teori som visar hur underprissättningen positivt hör samman med graden av osäkerhet som råder kring en IPO. Då kan man föra resonemanget ännu längre genom att säga att eventeffekten (marknadens förväntan vid börsintroduktionen) driver företag att sätta ett lågt pris på sina aktier eftersom de inte vet hur marknaden skall reagera, man kan se det som ett säkerhetsskäl. Dras erbjudandet tillbaka kan det innebära större kostnader för företaget än själva underprissättningen både likviditetsmässigt och anseendemässigt. Underprissättningen kan leda till att aktien får en mer positiv utveckling, vilket kan bidra till ett bättre rykte och en högre status på marknaden för företaget. På lång sikt kan dessa faktorer väga upp företagets minskade kapitalinkomst, som kommer av underprissättningen.

Varför bryr sig inte företaget mer om att investerare kan köpa deras aktier till ett underpris? Schoar (2003:19)¹¹ presenterar följande anledningar: de tror på de orsaker för prissättningen som investmentbanken presenterar för dem; de vill inte ta för stora risker utan ser hellre till att vara säkra på att börsintroduktionen lyckas; de tjänar ändå mycket pengar på introduktionen så de bryr sig inte om underprissättningen. En annan anledning till att så många väljer att underprissätta sina aktier kan vara pga. att de som står för risken vid börsintroduktioner vill skapa en snabb efterfrågan på aktien och därför erbjuds aktien till ett lågt pris som uppmuntrar investerare att köpa innan priset stiger. Om aktien dessutom ger en hög avkastning den första och de närmast efterföljande dagarna ser investerarna köpet som en god investering. Dessutom kan det anses som bra publicitet för företaget då investerare, investmentbanker och förhoppningsvis tidningar, som t ex. de som finansanalytiker Peter Malmqvist¹² nämnde i intervjun, skriver positivt om företaget. Peter Malmqvist tror å andra sidan inte att underprissättningen är en medveten handling från företagets sida för att kunna locka investerare till att tro att aktien är en bra affär. Han tror istället att företag väljer att prissätta som marknaden men med en liten rabatt pga. bolagets okända natur för att hitta en prisnivå som bägge parter är nöjda med. Priset som sätts på aktien baseras alltså primärt på

¹¹ http://ocw.mit.edu/NR/rdonlyres/Sloan-School-of-Management/15-431Entrepreneurial-FinanceSpring2002/012FD395-CCAF-406D-86B3-10B13A2209C1/0/lec23_ipo.pdf, 2005-12-13

¹² Peter Malmqvist, finansanalytiker, telefonintervju den 15 december 2005

vad marknaden tillåter, vad investerarna är villiga att betala och hur snabbt försäljningen ska ske initialt. En annan faktor som har inverkan på fastställandet av teckningspriset är sättet det görs på, antingen via ett fast prispörslag eller att investerare lägger ett bud. Låter man investerare lägga ett bud kan företaget se var marknadspriset ungefär ligger, istället för att erbjuda aktien till ett fast pris där man inte tar hänsyn till vad marknaden är beredd att betala. Detta kan medföra att aktierna undervärderas i mindre utsträckning. Sedan kan ju också företaget ändå välja att underprissätta aktien med 15-30 % enligt ”discounting”-formeln (kapitel 3.2) pga. de historiska traditionerna av att prissätta en aktie. Varför företag valt att sätta priset där de gjort kan dessutom bero på att de jämfört sig med liknande företag eller värderat efter effektivitetsmått, vinstmarginal, skuldmått etc. Detta är dock utanför vårt område att ta reda på exakt hur företaget valt att göra.

En annan viktig aspekt av prissättningen är också tajmingen, vilket vi i denna uppsats inte undersöker. Tajmingen är dock viktig att belysa eftersom underwriters före en börsintroduktion måste hålla en nära uppsikt över industrin och konkurrenter för att prissättningen ska bli den rätta för just den tidpunkten och detta kan vara en anledning till en låg eller hög avkastning. Detta betyder också att det kan dröja till samma dag som introduktionen innan det slutliga teckningspriset fastställs. Om börsintroduktionerna i många år varit väldigt lyckade bidrar detta till att fler bolag vill notera sig. Om marknaden sedan börjar gå sämre har man en stor andel IPO-företag som det går sämre för, vilket drar ner IPO-företagens genomsnittliga prestation (Schultz 2003:483-517). I övrigt är det också viktigt att fastställa vilken omfattning av aktier som ska erbjudas t ex. genom att de stora mäklarhusen visar indikationer på hur många aktier de skulle vara intresserade av att köpa och till vilket pris.

6.4 Börs klimatet

Till resultatet hör också den inverkan marknaden har haft på utfallet. Det är viktigt att titta på hur marknaden har sett ut under tiden för studien och vilka förändringar den har genomgått. Börs klimatet påverkar såväl antalet nyintroduktioner som storleken på underprissättningen. Vi har också sett, liksom tidigare studier visar, att de bolag som introduceras i ”sämre tider” har en mindre avkastning gentemot de som introduceras i ett mer gynnsamt börs klimat. Efter år 2000, då IT-bubblan sprack, föll börs kurserna. Detta bidrog till att många människor

förlorade det mesta av sina investerade pengar, vilket i sin tur ledde till att inte lika många nyintroduktioner skedde under den undersökta tiden som innan. Ritter och Loughran (2004:5-37) visade i sin undersökning att avkastningen ökade med nästan 15 % under 1990-1998. Under IT-bubblan (1999-2000), var noteringsdagens genomsnittliga avkastning 65 %. Men det kan tilläggas att marknadsportföljen (index) under IT-bubblan var extremt hög så det intressanta vore att även titta på avvikelseavkastningen. Ritter och Loughran såg också att avkastningen gick ned till 12 % mellan år 2001 och 2003. Vår studie visar på samma tecken (dock med indexjusterad avkastning). Antalet nyintroduktioner har också förändrats efter IT-bubblan vars sista år var 2000 då det introducerades 13 företag medan det tre år senare inte nyintroducerades ett enda. Totalt nyintroducerades det 26 företag under perioden (2000 till september 2005) och efter år 2000 minskade de stadigt fram till 2004 då det nyintroducerades fyra företag. År 2005 nyintroducerades inget företag fram till september.

6.5 Analys av den effektiva marknadshypotesen

Överavkastning, alltså en hög avvikelseavkastning, är resultatet av underpris och eventeffekt (marknadens förväntan vid börsintroduktionen). Om marknaden skulle vara helt effektiv skulle i princip avvikelseavkastningen vara ett rakt streck. Överavkastning uppstår pga. att underpris och andra faktorer kan ha inverkan på avkastningen.

Eventstudien som användes för att undersöka effekten av aktiepriset vid de tre olika tillfällena efter nyintroduktionen är ett test på om marknaden följer den halvstarka formen av en effektiv marknad. Den visar skillnaden mellan företagets prissättning och vad marknaden anser att aktien är värd. Vår studie visar att det är väldigt ojämnt kring vad marknaden är villig att betala för de olika företagens aktier vid introduktionerna. I vissa fall är nämligen avkastningen negativ medan den i andra fall är positiv. Det är svårt att utläsa någon orsak till varför vissa aktier får en negativ avvikelseavkastning medan andra får en positiv. Detta kan dock främst bero på intresset för företagen inför introduktionerna och skriverier i positiv eller negativ bemärkelse kring dessa. Ytterligare anledningar till att priset på aktierna i många fall går upp kan bero på konkurrenskraften på marknaden. Om ett företags aktier anses en bra investering kommer de att fortsätta att öka i värde tills det förväntade värdet når samma värde som andra investeringar med samma risker. Av samma anledning är det möjligt att förklara vissa av aktiernas prisnedgångar genom att dessa förväntas ge en dålig avkastning. Detta

bygger på den effektiva marknadshypotesen. Fluktuationerna kring introduktionerna blir därav en följd av hur marknaden tolkar informationen som finns tillgänglig.

6.6 Prestationen efter tre månader

En annan synvinkel som är viktig att också visa fram är forskningen kring hur IPO-företag presterar de första åren. Statistik har visat att dessa företag presterar sämre än normala index de tre följande åren efter introduktionen. IPO-investeringar anses dock inte vara direkta förluster men forskning indikerar att portföljer med endast sådana företag ger hälften av avkastningen som en marknadsportfölj ger om man tittar utifrån ett treårigt perspektiv. Forskare har idéer om att anledningen till den låga avkastningen kan vara att det är de optimistiska investerarna som dras till IPO-investeringar om det är osäkert kring prissättningen. De optimistiska värderarna värderar företaget högt och upptäcker allteftersom att företaget inte är lika värdefullt som man tidigare trott och därför sjunker priset på aktien (Ritter & Welch 2002:1795-1828). Schoar (2003:10)¹³ berättar om samma observationer, att aktien på introduktionsdagen uppvisar en överavkastning men långsiktigt visar på underprestation.

I denna uppsats har vi sett en låg nedgång i avvikelseavkastningen jämfört med vad tidigare studier kommit fram till. Pga. vårt korta tidsperspektiv går det inte att jämföra med ovanstående treårsperspektiv. Man kan ändå se tendenser till en början av en genomsnittlig nedgång i aktiernas prestation. En nedgång i avvikelseavkastningen efter tre månader leder till att aktierna får en negativ långsiktig utveckling, vilket inte gynnar investerarna. För de ursprungliga ägarna måste detta ses som något verkligt negativt, med tanke på företagets rykte och status. Utifrån tidigare forskning har vi i vissa fall sett en initial högre avkastning, kan det bero på att underprissättningen var lägre förr?

¹³ http://ocw.mit.edu/NR/rdonlyres/Sloan-School-of-Management/15-431Entrepreneurial-FinanceSpring2002/012FD395-CCAF-406D-86B3-10B13A2209C1/0/lec23_ipo.pdf, 2005-12-13

6.7 Analys av sambandet mellan motiv och avvikelseavkastning

I vårt resultat ser vi inget speciellt samband mellan företagens motiv till börsintroduktionerna och avvikelseavkastningen. Det stämmer med vad Högholm (1994:154) kom fram till i sin undersökning då han såg en svag uppbackning för hans teori att motivet för en börsintroduktion skulle höra ihop med underprissättningen. Men man kan ändå spekulera i huruvida ökningen i avvikelseavkastningen delvis kan bero på de motiv som företagen anger för introduktionen. Denna tillgängliga information kan locka människor att investera i företagens aktier. Detta bygger på den effektiva marknaden som nämligen innebär att om marknaden tar del av all information som finns tillgänglig, t ex. de motiv som anges i prospekten, kan den på det sättet skapa ett större förtroende för företagen och deras aktier men även ett lägre sådant.

En felkälla i denna uppsats kan vara att hänsyn inte har tagits till bransch utan en generell jämförelse har gjorts mellan alla företagens motiv och genomsnittliga avvikelseavkastning. Men man kan ändå se tendenser till att det har gått bättre för företag med vissa motiv. Det kan utläsas att t ex. de tre företagen som hade motivet att kunna investera i FoU-projekt i genomsnitt hade en väldigt hög avvikelseavkastning. Bland de vanligare valda motiven hade motivet att få in kapital för att stärka och utveckla varumärket/produkter den högsta avvikelseavkastningen. Tittar man på de tre motiven som var vanligast ligger avvikelseavkastningen genomsnittligt väldigt nära noll vilket kan tyda på att de vanligaste motiven varken har en speciellt hög eller låg avvikelseavkastning eller att de som angett dessa motiv hade flera andra motiv som jämnade ut avvikelseavkastningen. Eftersom ett företag kan ha flera olika motiv är det möjligt att ett företags avvikelseavkastning kan bero på ett annat av dess motiv än t ex. det att kunna investera i FoU-projekt som nämndes tidigare. Man kan konstatera att de företag som hade detta motiv, ytterligare hade en rad andra motiv. Då är frågan om den höga avvikelseavkastningen endast uppkom av en slump eller om motivet ofta ger en väldigt hög avvikelseavkastning. Ett företag som specifikt ökade avvikelseavkastningen på motivet FoU-projekt var Micronic Laser Systems. Detta leder till funderingar kring om det är Micronic Laser Systems som har höjt denna avvikelseavkastning eller om det är motivet FoU-projekt som har lett till att företaget har en så hög avvikelseavkastning. Kan det vara så att Micronic Laser Systems har haft så bra avvikelseavkastning eftersom de har satsat på en organisk tillväxt? Eller har företaget bara av

en händelse ökat FoU-motivets avvikelseavkastning genom att ha påverkats av ett annat motiv? Det framkommer inte heller i studien hur en akties avvikelseavkastning påverkas av ett företag som t ex. har ett motiv med hög avvikelseavkastning och ett annat med låg.

Schoar (2003:2)¹⁴ berättar om de vanligaste motiven till varför företag börsnoteras. Undersökningen visar att det kan vara för att få in kapital, bli likvida genom att få in en mer diversifierad grupp av investerare och få en möjlighet att använda aktier för sammanslagningar och förvärv. Ytterligare anledningar kan vara att entreprenörer återfår kontroll från riskkapitalister när aktier är distribuerade och att en börsnotering signalerar stabilitet och pålitlighet till kunder och leverantörer. I vår undersökning ville majoriteten av företagen genomföra en börsintroduktion för att kunna skapa ett ökat intresse som skulle kunna leda till ökad framtida tillväxt och nya möjligheter. Företagen ville kunna stärka sin position på marknaden och skapa tillväxt för att på längre sikt kunna ha råd att finansiera sin fortsatta verksamhet.

Det är svårt att utläsa vilket motiv som är viktigast för varje företag, vilket motiv som var den största grunden till börsnoteringen. Om man visste det skulle man kunna titta på just de avvikelseavkastningarna och se något slags mönster, t ex. vilka företag som är mest kapitalattraherande, vilka som har som huvudsakligt motiv att de vill få publicitet eller vilka som med hjälp av börsnoteringen ska satsa på expansion. Intressant är dock att notera att så många av företagen inte har som motiv att satsa på sin kärnverksamhet eller få in kapital för att växa genom organisk utveckling. De angivna motiven verkar mera handla om PR, att växa, förvärva och få ökad uppmärksamhet, och inte om att sikta på en långsiktig hållbar utveckling. Peter Malmkvist¹⁵ instämmer med att en börsintroduktion är bra för ett företag om det har tänkt växa genom förvärv eller för att få företaget respekterat och känt.

Kim, Krinsky och Lee (1993:195-211) undersökte graden av underpris relaterat till de olika motiv som företag anger vid börsintroduktioner. De hävdar att deras resultat visar att måttet av underpris kan variera beroende på företagets motiv för att göra en börsintroduktion. I denna undersökning har vi inte sett samma resultat men vi har inte heller gjort en lika omfattande undersökning på området. Vi har endast kunnat urskilja en hög grad av

¹⁴ http://ocw.mit.edu/NR/rdonlyres/Sloan-School-of-Management/15-431Entrepreneurial-FinanceSpring2002/012FD395-CCAF-406D-86B3-10B13A2209C1/0/lec23_ipo.pdf, 2005-12-13

¹⁵ Peter Malmkvist, finansanalytiker, telefonintervju den 15 december 2005

underprissättning hos företag med FoU-utveckling som motiv. Men det intressanta här är att se på detta utifrån en synvinkel där t ex. motiven visar en tendens till att ju mer angeläget ett företag är av att erhålla introduktionsvinsten, ju högre är måttet på underprissättningen. Vi har inte kunnat utläsa detta, till stor del pga. att företagen har angett så många olika motiv och kanske dolt det verkliga skälet.

7. Slutsats

I kapitlet sammanfattas huvudpunkterna ur det som framkommit ur analysen presenterade i punktform. Vi har utgått ifrån våra frågeställningar för att sammanfatta det viktigaste.

Vilken avvikelseavkastning får aktierna efter en nyintroduktion?

- Den genomsnittliga avvikelseavkastningen var ca 8,64 % första noteringsdagen, ca 11 % vid den tredje dagens slut och ca 8,5 % den tredje månaden. Tidigare forskning visar samma mönster.
- Studien tyder på att företag underprissätter sina aktier vid nyintroduktioner. Man kan se detta genom att titta på både avvikelseavkastning och underprissättning.
- Fluktuationerna kring introduktionerna beror på hur markanden tolkar all tillgänglig information, i enighet med den effektiva marknadshypotesen.

Varför är det vanligt att företag underprissätter sin aktie vid nyintroduktioner?

- Utifrån undersökningen fås inget klart svar men vi har hittat möjliga förklaringar utifrån litteraturen, bl.a. genom winner's curse, signaleringsteorin och genom den osäkerhet som råder kring en IPO.

Vad beror priset på aktier på vid introduktioner?

- Priset som sätts på aktien baseras primärt på vad marknaden tillåter, vad investerarna är villiga att betala och hur snabbt försäljningen ska ske initialt.

Vilka är de vanligaste motiven bakom nyintroduktioner och finns det några samband med aktiens avvikelseavkastning?

- De vanligaste motiven är möjligheter för tillväxt, expansion och nyetableringar samt ökad uppmärksamhet från kunder, media och kapitalmarknad.
- I vårt resultat ser vi inget speciellt samband mellan företagens motiv till börsintroduktionerna och avvikelseavkastningen. Men man kan ändå se tendenser till att det har gått bättre för företag med vissa motiv såsom att investera i FoU-projekt..

Vad anser en finansanalytiker om resultatet?

- Peter Malmqvist anser att resultaten i vår studie verkar trovärdiga.

8. Avslutande diskussion

Uppsatsen avslutas med en diskussion om uppsatsen ur ett kritiskt perspektiv samt förslag till vidare forskning.

8.1 Kritisk Granskning

Resultatet av denna studie överensstämmer med tidigare studiers resultat och forskning inom området. Detta syns bl a. genom att företag ofta underprissätter sina aktier vid börsintroduktioner samt att avvikelseavkastningarna ofta fluktuerar väldigt mycket kring introduktioner. För att beräkna avvikelseavkastningarna användes marknadsmodellen, som är en allmänt accepterad modell som har använts i flera tidigare studier.

Vårt val av metod och tillvägagångssätt har varit bra med tanke på vår huvudfrågeställning. Vi kunde med metoden på ett effektivt sätt besvara frågeställningen och uppfylla syftet med uppsatsen. Några av underfrågorna besvarades inte empiriskt genom vår uppsats men med hjälp av litteratur kunde vi ändå utreda vad som skulle kunna vara alternativa svar på frågorna. Vi hade kunnat skriva uppsatsen utifrån ett annat perspektiv t ex. undersöka djupare varför företagen prissatte sina aktier som de gjorde, men eftersom detta var en bifråga fick det inte tillräckligt utrymme för ett riktigt empiriskt svar.

En kvantitativ ansats passade alldeles utmärkt för vår frågeställning och vårt syfte. Den data vi har använt oss av har varit väldigt tillförlitlig. Däremot har vi under arbetets gång upptäckt många alternativa formler och uträkningsmetoder som vi skulle ha kunnat använda i vår undersökning, men dessa skulle ha varit alldeles för avancerade och tidskrävande för vår studie. Att vi valde åren 2000 tom. 2005 har haft väldigt stor betydelse för resultaten i vår uppsats. Undersökningar som gjorts om avkastning vid introduktioner åren innan, visar en större avkastning pga. det rådande börsklimatet.

Svårigheter har legat i val av introduktioner. Först valdes samtliga börsintroduktioner mellan 2002 och 2005. Men av de företag som var avknoppningar eller som hade flyttat från någon annan marknad fick vi inte den informationen som var nödvändig för våra beräkningar. Detta ledde till en ny inriktning där endast hänsyn till nyintroduktioner togs.

Värderingsmodellerna var tänkta att användas för att räkna ut företagets värde men på grund av de svårigheter som låg i detta valdes en annan inriktning, nämligen eventstudien och motivstudien. Trots det valde vi att ta med de vanligaste värderingsmodellerna i uppsatsen för att visa hur man kan värdera ett företags aktie.

Vidare kan man diskutera valet av undersökta tidpunkter. Introduktionsdagen var ett ganska självklart val då hela uppsatsen bygger på den, men hur är det med de två övriga? Att undersöka den tredje dagen baserades främst på att den tidigare forskningen undersökte de första dagarna efter en nyintroduktion. Den tredje dagen ansåg vi då vara ett rimligt tidsperspektiv. Vi tror inte att det hade spelat någon större roll om vi hade valt dag två eller dag tre, den generella utvecklingen hade nog varit densamma. Den kritiska tidpunkten gäller nog mätningen av avvikelseavkastningen efter tre månader. För att undersöka aktiens långsiktiga prestation anses nog tidpunkten vara för kort. Vårt huvudsyfte med tidpunkten var att den tidigare forskningen hade visat att aktien ”underpresterade”, sett utifrån index, efter en viss tid. Tre månader är nog ändå tillräckligt för att se de huvudsakliga fluktuationerna i avkastningen.

Det är viktigt att påpeka att vi inte har räknat på avvikelseavkastningen utifrån branschindex utan har använt ett bredare marknadsindex. Vi motiverar ändå vårt val med att vi letade efter de generella avvikelseavkastningarna, vi har varken undersökt var bransch- eller företag för sig. För övrigt kan det finnas uträkningsmisstag i våra beräkningar, men eftersom de är kontrollräknade minskas den risken.

Målet var att belysa minst trettio bolag i vår undersökning men det slutade med 26 stycken. Frågan är om det är ett för lågt antal för att kunna dra några generella slutsatser utifrån de resultat vi fått fram.

Motivundersökningen har sina brister i att varje företag hade angett så många olika motiv i sina prospekt istället för att ange huvudsyftet. Antagligen vill företagen att det ska låta bra för investerarna också. I alla fall försvårade det undersökningen när man räknade ut avvikelseavkastningen eftersom så många hade angett samma motiv. Skulle det ha gått att fastställa ett huvudsakligt motiv för respektive företag så skulle regressionsanalysen möjligen ha kunnat visa klarare samband.

I intervjun fick vi möjlighet att undersöka om den allmänna uppfattningen var densamma som våra resultat visat men också för att höra vad en kunnig person inom ämnet ansåg. Peter Malmqvist trodde inte att det var en strategi från företagen att medvetet underprissätta sina aktier. Han trodde snarare att det var ett uttryck för företagen att hitta en lösning som tillfredställde både köpare och säljares behov. Vidare utfördes endast en intervju för att kunna fastställa om resultaten i undersökningen verkade trovärdiga. För att få en större reliabilitet skulle fler finansanalytiker ha kunnat intervjuas.

8.2 Förslag till vidare studier

Nyintroduktioner är ett ämne som det finns relativt mycket forskning om, men under arbetets gång har vi sett att det ändå finns väldigt stora möjligheter till vidare forskning. Denna uppsats är skriven ur ett ganska brett perspektiv men mycket av det vi snabbt har berört i uppsatsen kan utforskas vidare. Det kvarstår att vi fortfarande tycker att det vore intressant att titta på det vi ursprungligen hade tänkt ägna undersökningen åt; hur företag prissätter sina aktier vid en börsintroduktion och hur företag kan värderas inför att en börsintroduktion. Vidare kan man mer ingående titta på skillnaden mellan investmentbankens och företagets förhållningssätt till prissättningen av aktierna vid en introduktion. Det kan också vara av intresse att undersöka de investerare som köper aktier som nyintroducerats; hur de själva värderar aktierna och vilka faktorer som de värdesätter högst vid köpen. Till sist vore det tänkvärt att genomföra en djupare studie av motiven och t ex. försöka hitta varje företags huvudmotiv och därmed göra en säkrare regressionsanalys. Då skulle man även kunna pröva om FoU-motivet ger samma höga utslag på avvikelsetavkastningen som i denna studie.

9. Källförteckning

Böcker

Arkebauer, James (1998). *Going Public: everything you need to know to take your company public, including Internet direct public offerings*. Chicago: Dearborn Financial Publishing, Inc.

Elton, Edwin, Gruber, Martin, Brown, Stephen & Goetzmann, William (2003). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. New York: John Wiley & Sons Inc.

Hult, Magnus (1998). *Värdering av företag*. Malmö: Liber.

Hägg, Claes (1989). *Värdering av aktier*. Lund: Studentlitteratur.

Högfeldt, Peter (1997). Vad vet vi om svenska börsintroduktioner? I Bergström, Clas & Björk, Tomas (red.). *Från optionsprissättning till konkurslagstiftning*. Stockholm: EFI. (Publikation NO453). S. 31-36.

Högholm, Kenneth (1994). *Essays in the market for corporate control*. Multiprint: Helsingfors.

Jenkinson, Tim & Ljungqvist, Alexander (2001). *Going Public*. 2. uppl. Oxford University New York: Press Published.

Landelius, Anders & Treffner, Jan (1998). *Fokusera på Aktieägarvärdet! Värdeskapande och företagsvärdering i praktiken*. Falun: Ekerlids förlag.

Palepu, Krishna, Healy, Paul & Bernard, Victor (2004). *Business Analysis & Valuation: Using Financial Statements*. 3. uppl. Mason: South-Western.

Ross, Stephen, Westerfield, Randolph & Jaffe, Jeffrey (2002). *Corporate Finance*. 6 uppl. New York: McGraw-Hill.

Shapiro, Alan & Balbirer, Sheldon (2000). *Modern Corporate Finance – A Multidisciplinary Approach to Value Creation*. New Jersey: Prentice-Hall, Inc.

Tidskrifter

Jeong-Bon, Kim, Krinsky, Itzhak & Lee, Jason (1993). Motives for going public and underpricing: New findings from Korea. *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 20: 2, ss.195-211.

Loughran, Tim & Ritter, Jay (2004). Why has IPO Underpricing Changed Over Time. *Financial Management*, vol 33: 3, ss. 5-37.

Ritter, Jay (1998). Initial Public Offerings. *Contemporary Finance Digest*, vol. 2: 1, ss. 5-30.

Ritter, Jay & Welch, Ivo (2002). A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations. *The Journal of Finance*, vol.57: 4, ss. 1795-1828.

Schultz, Paul (2003). Pseudo market timing and the long-run underperformance of IPOs. *The Journal of Finance*, vol. 58: 2 ss. 483-518.

Intervju

Peter Malmqvist, finansanalytiker, den 15 december 2005

Internetkällor

Stockholmsbörsen (2004). *Liständringar*. Hämtad 2005-11-23, från:
<http://www.omxgroup.com/stockholmsborsen/se/index.aspx?lank=30>,

Stockholmsbörsen (2004). *Börsnotering och noteringskrav*. Hämtad 2005-11-22, från:
<http://www.omxgroup.com/stockholmsborsen/se/index.aspx?lank=83>

Schoar, Antoinette (2003). *Some thoughts on Initial PublicOffering*. Hämtad 2005-12-13, från: http://ocw.mit.edu/NR/rdonlyres/Sloan-School-of-Management/15-431Entrepreneurial-FinanceSpring2002/012FD395-CCAF-406D-86B3-10B13A2209C1/0/lec23_ipo.pdf

Övriga källor

Fredriksson, Johan & Lind, Daniel (1996). A Test of Hypotheses on Underpricing of Initial Public Offerings: Results from a Qualitative Study of Swedish Investment Banks. Uppsats. Handelshögskolan. Stockholm: Högskola.

Noteringsprospekt

Note AB
Unibet Group
Powerwave Tech. Inc, Plc
Oriflame Cosmetics S.A
Nobia AB
Ballingslöv International
Intrum Justitia
Alfa Laval
Rnb Retails and Brands AB
Vitrolife AB
BioInvent International AB
BTS Group AB
Carnegie & Co AB
Neonet AB
Orc Software

Eniro AB
Audio Dev AB
Tripep AB
Pyrosequencing AB
Axis AB
Telia AB
Viking Telecom AB
Mekonomen AB
JC AB
Tele1 Europe Holding AB
Micronic Laser Systems AB

Bilagor

Bilaga 1: Undersökta företag

Bolag	1:a not.dag	Utförsälj.pris	Senast betalt 1:a not.dag	3:e dagen	3:e mån
Note AB	2004-06-23	75, 00	69, 00	70, 75	68, 00
Unibet Group Plc	2004-06-08	135, 00	172, 50	168, 00	160, 00
Powerwave Tech. Inc,	2004-06-04	42, 58	57, 00	58, 00	44, 70
Oriflame Cosmetics S.A.	2004-03-24	190, 00	208, 50	219, 00	262, 00
Nobia AB	2002-06-19	78, 00	71, 00	69, 00	60, 00
Ballingslöv International	2002-06-19	64, 00	63, 50	63, 00	55, 00
Intrum Justitia	2002-06-07	47, 00	50, 00	50, 50	50, 00
Alfa Laval	2002-05-17	91, 00	98, 00	94, 50	76, 00
Rnb Retails and Brands AB	2001-06-26	38, 00	29, 30	28, 00	16, 50
Vitrolife AB	2001-06-26	40, 00	36, 10	36, 00	27, 00
BioInvent International AB	2001-06-12	62, 00	52, 00	53, 00	38, 00
BTS Group AB	2001-06-06	57, 00	59, 00	62, 00	38, 50
Carnegie & Co AB	2001-06-01	115, 00	133, 00	142, 50	98, 00
Neonet AB	2000-10-20	20, 00	18, 00	16, 50	19, 50
Orc Software	2000-10-19	120, 00	145, 00	150, 00	166, 00
Eniro AB	2000-10-10	84, 00	84, 00	83, 50	88, 50
Audio Dev AB	2000-09-21	63, 00	66, 00	68, 50	44, 00
Tripep AB	2000-07-14	90, 00	99, 00	115, 00	110, 00
Pyrosequencing AB	2000-06-30	100, 00	102, 00	101, 00	144, 00
Axis AB	2000-06-27	38, 00	38, 50	38, 30	44, 40
Telia AB	2000-06-13	85, 00	86, 50	85, 50	67, 00
Viking Telecom AB	2000-05-31	29, 00	37, 50	38, 60	36, 50
Mekonomen AB	2000-05-29	110, 00	113, 00	116, 00	90, 00
JC AB	2000-04-19	60, 00	53, 00	53, 00	44, 00
Tele1 Europe Holding AB	2000-03-16	161, 00	207, 00	210, 00	114, 00
Micronic Laser Systems AB	2000-03-09	105, 00	205, 50	210, 00	189, 50

Bilaga 2: OMX-Index

Bolag	Första noteringsdag	Index dag innan not.dag	Index not.dag	Index den 3:e arb.dag	Index den 3:e mån
Note AB	2004-06-23	677.92	690.46	699.27	698.91
Unibet Group Plc	2004-06-08	693.17	691.30	686.61	693.66
Powerwave Tech. Inc,	2004-06-04	676.00	685.49	691.30	696.67
Oriflame Cosmetics S.A.	2004-03-24	670.17	666.61	679.57	697.54
Nobia AB	2002-06-19	623.93	611.20	567.02	478.84
Ballingslöv International	2002-06-19	623.93	611.20	567.02	478.84
Intrum Justitia	2002-06-07	644.55	632.89	635.07	513.18
Alfa Laval	2002-05-17	708.59	713.84	687.91	519.00
Rnb Retails and Brands AB	2001-06-26	849.77	845.13	876.58	680.77
Vitrolife AB	2001-06-26	849.77	845.13	876.58	680.77
BioInvent International AB	2001-06-12	894.02	877.64	855.87	710.09
BTS Group AB	2001-06-06	944.46	932.86	907.70	750.08
Carnegie & Co AB	2001-06-01	926.68	917.07	932.86	793.64
Neonet AB	2000-10-20	1179.78	1135.52	1175.23	1106.41
Orc Software	2000-10-19	1113.67	1179.78	1120.80	1106.41
Eniro AB	2000-10-10	1184.94	1190.36	1162.79	1032.67
Audio Dev AB	2000-09-21	1289.05	1256.24	1273.78	1050.07
Tripep AB	2000-07-14	1406.37	1420.35	1416.46	1170.74
Pyrosequencing AB	2000-06-30	1284.46	1315.10	1353.57	1218.17
Axis AB	2000-06-27	1331.64	1305.73	1284.46	1243.76
Telia AB	2000-06-13	1420.32	1375.37	1341.54	1301.54
Viking Telecom AB	2000-05-31	1366.54	1377.15	1421.87	1336.87
Mekonomen AB	2000-05-29	1315.76	1325.02	1377.15	1314.27
JC AB	2000-04-19	1325.83	1367.19	1348.83	1397.78
Tele1 Europe Holding AB	2000-03-16	1409.77	1407.84	1490.38	1338.09
Micronic Laser Systems AB	2000-03-09	1480.78	1481.87	1466.58	1420.32

Bilaga 3: Underprissättningen

Bolag	Underpris t = 0 (1:a not.dag)	Underpris t = 1 (3:e arb.dag)	Underpris t = 2 (3:e mån)
Note AB	- 8,00 %	- 5,70 %	-9,30 %
Unibet Group Plc	27,80 %	24,40 %	18,50 %
Powerwave Tech. Inc,	33,90 %	36,20 %	5,00 %
Oriflame Cosmetics S.A.	9,70 %	15,30 %	37,90 %
Nobia AB	- 9,00 %	- 11,50 %	- 23,10 %
Ballingslöv International	- 0,80 %	- 1,60 %	- 14,10 %
Intrum Justitia	6,40 %	7,40 %	6,40 %
Alfa Laval	7,70 %	3,80 %	- 16,50 %
Rnb Retails and Brands AB	- 22,90 %	- 26,30 %	- 56,60 %
Vitrolife AB	- 9,80 %	- 10,00 %	- 32,50 %
BioInvent International AB	- 16,10 %	- 14,50 %	- 38,70 %
BTS Group AB	3,50 %	8,80 %	- 32,50 %
Carnegie & Co AB	15,70 %	24,00 %	- 14,80 %
Neonet AB	- 10,00 %	- 17,50 %	- 2,50 %
Orc Software	20,80 %	25,00 %	38,30 %
Eniro AB	0,00 %	- 0,60 %	5,40 %
Audio Dev AB	4,80 %	8,70 %	30,20 %
Tripep AB	10,00 %	27,80 %	22,20 %
Pyrosequencing AB	2,00 %	1,00 %	44,00 %
Axis AB	1,30 %	0,80 %	16,80 %
Telia AB	1,80 %	0,60 %	- 21,20 %
Viking Telecom AB	29,30 %	33,10 %	25,90 %
Mekonomen AB	2,70 %	5,50 %	18,20 %
JC AB	-11,70 %	- 11,70 %	- 26,70 %
Tele1 Europe Holding AB	28,60 %	30,40 %	- 29,20 %
Micronic Laser Systems AB	95,70 %	100,00 %	80,50 %

Bilaga 4: Företag och motiv

Företag	Motiv (Nr)
1) Note AB	1, 2, 3, 8, 9, 10
2) Unibet Group Plc	1, 2, 3, 4, 6, 7, 16
3) Powerwave Tech. Inc,	1
4) Oriflame Cosmetics S.A.	1, 6, 8,
5) Nobia AB	1, 3, 8, 17
6) Ballingslöv International	2, 3, 4, 6, 7, 9
7) Intrum Justitia	1
8) Alfa Laval	5, 9
9) Rnb Retails and Brands AB	1, 2, 4, 5
10) Vitrolife AB	1, 2, 3, 7, 11, 14
11) BioInvent International AB	2, 4, 6
12) BTS Group AB	1, 2, 3, 5
13) Carnegie & Co AB	8
14) Neonet AB	1, 2, 4, 5, 8, 14
15) Orc Software	1, 2
16) Eniro AB	1, 3, 5
17) Audio Dev AB	1, 2, 6, 7, 9
18) Tripep AB	5, 11
19) Pyrosequencing AB	3, 5, 7, 9, 10
20) Axis AB	1, 2, 3, 4, 8
21) Telia AB	3, 5, 6, 13, 15
22) Viking Telecom AB	1, 2, 3, 4, 5, 7
23) Mekonomen AB	1, 2, 3, 5, 7, 10, 12, 13
24) JC AB	1, 2, 3, 5, 10
25) Tele1 Europe Holding AB	1, 2, 3, 4
26) Micronic Laser Systems AB	2, 4, 7, 9, 11

Bilaga 5: Telefonintervju med finansanalytikern Peter Malmqvist

Stockholm 15 december, 2005:

1. Vad anser du om nyintroduktion som ett sätt att få in pengar i företaget?

- Jag tycker det är ett bra sätt om bolaget framförallt är intresserat av att växa genom förvärv, för att placerare verkar uppskatta förvärv mer än ska vi säga investeringar i organisk utveckling. Så att framförallt om man har tänkt att växa genom förvärv så är börsintroduktion ett väldigt bra sätt. Sen är det andra, att det är ett bra sätt att få bolaget att vara ganska respekterat och känt relativt än om bolaget är onoterat.

2. Vår undersökning tyder på att avvikelseavkastningen för företag generellt sett blir högre samma dag som aktien noteras samt ännu högre efter tre arbetsdagar för att sedan ha sjunkit efter ca tre månader. Vad är din erfarenhet av hur avvikelseavkastningen påverkas efter en nyintroduktion?

- Med avvikelseavkastningen är det avkastningen över index alltså?

- **Ja precis!**

- Ja det skulle jag nog kunna hålla med om, det är ju stort intresse relativt sett när bolaget precis ska introduceras, och många som skriver och så. Då blir det lite stor uppståndelse kring bolaget relativt sett, det håller jag med om. Att den sen lägger sig inom en tremånaders period, det tycker jag också, det är min spontana bild.

3. Vi hade förväntat oss att aktien skulle sjunka mer genomsnittligt den tredje månaden än vad den gjorde, men den sjönk bara till strax under vad avvikelseavkastningen hade varit första noteringsdagen. Är det ett rimligt resultat?

- Ja...Jag trodde nämligen också att det skulle vara något sämre om man tittar på de noteringar som varit de två senaste åren alltså.

4. Varför tror du att resultatet pekar på att avvikelseavkastningen snabbt går upp för att sedan sjunka?

- Jag tror att det väldigt mycket handlar om den uppmärksamhet som man får i samband med introduktionen. Med mindre bolag är det naturligtvis inte jättemycket men relativt med den mängd aktier som finns att köpa så skapar nog det ett extra stort intresse relativt hur många aktier som finns.

5. Vilka är de viktigaste faktorerna som kan tänkas påverka avvikelseavkastningen efter en nyintroduktion anser du?

- Positiv artikel i Dagens Industri, möjligen också en positiv artikel antingen i Affärsvärlden eller Börsveckan.

Några andra faktorer kanske?

- Det skulle mot förmodan vara om, men då handlar det om större introduktioner, om antingen Carnegie eller Enskilda, det är ganska osannolikt att det är någon utlänning i alla fall. Men antingen Carnegie eller Enskilda har skrivit en positiv analys.

6. Hur stor del av avvikelseavkastningen brukar bero på prissättningen av aktien?

- Den frågan förstod jag nog inte riktigt, menar du att de prissätter medvetet på något sätt för att skapa extra stort intresse vid introduktionen eller något sådant?

- Om de t ex. underprissätts så skapas det ju en annan..

- Jag skulle säga rent generellt så tror jag de allra flesta som har hand om en introduktion helst ser att aktien går upp ungefär 15 % året närmast efter introduktionen. Då är ofta de som säljer nöjda med priset vid försäljningen och de som köper har fått en god avkastning även justerad för risk alltså. För jag tror nog att man försöker komma så rätt som möjligt och min bild är att de flesta vill att det ska stiga ungefär 15 % ungefär de första 12 månaderna, då har man en introduktion som är rätt prissatt.

- Så du menar att man medvetet prissätter 15 % under?

- Nä, det kan man inte säga riktigt utan du prissätter väl kanske som marknaden med en liten rabatt eftersom du har ett okänt bolag och sen så förväntar du väl då att bolaget följer med marknaden uppåt ungefär 15 %.

- Men är inte det då en av de viktigast faktorerna till avkastningen, alltså hur stor den blir?

- Fast om man har det, det är ju så att du kan ha en kraftig uppståndelse kring aktien direkt i samband med introduktionen och sedan börjar ju företaget leverera sina resultat och förhoppningsvis då lever man upp till de prognoser som man har uttalat i prospektet och då blir utvecklingen god och då ska den inte bli för god så att det liksom blir 40-50 % tillväxt i aktien för då har ju säljarna, som är ens uppdragsgivare på corp. avdelningarna, sålt för billigt va. Så man vill verkligen försöka hitta rätt nivå så det är bra både för säljare och köpare.

7. Tror du att företagets motiv till en nyintroduktion kan påverka avvikelseavkastningen?

- Nä, det tror jag nog inte!

8. Vi har använt oss av OMXS30-index, är det rimligt index att använda oss av i våra beräkningar av avvikelseavkastningen?

- Ja, det tycker jag!

9. Spelar det någon roll vilket index man använder vid beräkning av avvikelseavkastning?

- Det är möjligt att ni skulle använda typ Carnegies småbolagsindex om det gäller introduktioner av mindre bolag.

10. Varför tror du att det är vanligt att företag väljer att underprissätta aktier vid introduktioner?

- Jag tror inte att det är vanligt att de försöker underprissätta aktier, utan jag tror att man försöker eftersträva den här prissättningen som ger köparen ett vettigt pris och en vettig avkastning i alla fall första året. Då kommer säljaren också att vara nöjd med det pris säljaren har sålt till.