NYINTRODUKTIONER PÅ NASDAQ OMX STOCKHOLM

– EN STUDIE OM UNDERPRISSÄTTNING & RISK

Kandidatuppsats i Företagsekonomi

John Lyrebrant
Adam Mallick

VT 2010:KF14

HÖGSKOLAN I BORÅS
INSTITUTIONEN FÖR DATA- OCH AFFÄRSVETENSKAP

Förord

Den här uppsatsen behandlar nyintroduktioner av aktier på Nasdaq OMX Stockholm. Avsikten är att undersöka den initiala kursförändringen hos de introducerade bolagen under perioden 2000-2010. Vidare ämnas resultatet besvara om storleken på kursförändringen skiljer sig mellan de olika branscher, representerade på Nasdaq OMX Stockholm, och om risken inom varje bransch är av betydelse i sammanhanget. Uppsatsen riktar sig till alla som har ett intresse för handel med aktier men även till dem som vill lära sig mer om nyintroduktioner, underprissättning och börsen i allmänhet. Uppsatsen kräver att läsaren har en grundläggande kunskap inom ekonomi.

Vi vill också inledningsvis passa på att rikta ett varmt tack till de människor som bidragit med nyttig information och varit behjälpliga under uppsatsprocessen. Detta innefattar vår handledare Clary Jönsson, vid Högskolan i Borås samt personalen vid Nasdaq OMX och Finansinspektionen som ställt upp och besvarat frågor.

Borås, maj 2010

....

John Lyrebrant *Adam Mallick*

Svensk titel: Nyintroduktioner på Nasdaq OMX Stockholm – En studie om underprissättning och risk

Engelsk titel: Initial public offerings on the Nasdaq OMX Stockholm - A study of underpricing and risk

Utgivningsår: 2010

Författare: John Lyrebrant & Adam Mallick

Handledare: Clary Jönsson

Abstract

As the companies grows and establishes themselves in the market, sooner or later the question of an IPO may be of consideration. Primarily this would be one approach to acquiring capital with the result that new investment and growth opportunities are opened. An IPO is a difficult and comprehensive process in which the issuing company is facing a series of complicated and difficult choices. For example, one type of choice that has to be made by is in which marketplace the company wants to list on, a stock exchange or a multilateral trading facility. Furthermore, the company needs to engage a range of partners to launch a market introduction. One of those partners are securities institutes who, for instance, consult and assist the issuing firm with the decision of what price the shares should have when it is offered to the public. The price can subsequently be related to the trend during the first trading day to determine how well the subscription price where set in proportion to the market's valuation. That is what this paper is focused on.

This paper will examine how the initial rate of change in newly issued stocks on the Nasdaq OMX Stockholm, during the period of 2000-03-09 to 2010-03-24, developed under the first day of trading. The result of this examination has then been used to determine whether there existed any underpricing on the Nasdaq OMX Stockholm under the examined period. The underpricing has then been assigned to the different sectors represented on the Nasdaq OMX Stockholm to see if there existed any differences between the sectors. The study also aims to answer whether any difference can be attributed to the risk, measured by volatility on a yearly basis, associated with each sector.

In implementing the study, a quantitative approach has been applied. Problem-formulation has been examined empirically, while previous theories on the subject have been studied basically. The empirical studies include all new introductions that occurred on the Nasdaq OMX Stockholm since the new millennium, resulting in 46 companies that were examined and analyzed. The theory was primarily acquired from scientific articles in combination with more general information that we believed was necessary to create an overall picture of the problem area.

Analysis and conclusions were then based on the outcome of the empirical investigation with regard to the theoretical framework.

Finally, we found that new introductions are, on average, underpriced with 6.26 percent, which is a lower figure than previous study has shown. Underpricing also differs between the various sectors represented on the Nasdaq OMX Stockholm. We have however not been able to establish with certainty that the risk in any given sector has a crucial role in underpricing. However, it appears that the introduction of companies to the financial market increases in times when stock index rises and falls when the opposite relationship occurs.

This paper is further written in Swedish.

KEYWORDS: IPO; New stock issues; Underpricing; Nasdaq OMX Stockholm

Sammanfattning

I takt med att företag växer och etableras på marknaden brukar förr eller senare frågan om en börsnotering bli aktuell. Primärt torde detta vara ett tillvägagångssätt för anskaffning av kapital vilket får till följd att nya investeringar kan genomföras och tillväxtmöjligheter öppnas. En börsintroduktion är dock en svår och omfattande process där det emitterande bolaget ställs inför en rad komplicerade och svåra val. Ett sådant val är vilken marknadsplats bolaget ska noteras på, en börs eller en handelsplattform. Vidare behöver en rad samarbetspartners anlitas för att introduktionen ska bli verklighet. En av dessa samarbetspartners är värdepappersinstitutet vilket bland annat har som uppgift att i samråd med emittenten bestämma vilket pris aktien ska ha när den erbjuds till allmänheten. Priset kan sedermera sättas i relation till kursutvecklingen under första handelsdagen för att avgöra hur väl teckningspriset föll ut i förhållande till marknadens värdering. Det är vad denna uppsats fokuserar på.

Uppsatsen ämnar besvara hur den initiala kursförändringen för aktier som ny-introducerades på Nasdaq OMX Stockholm under 2000-03-09 till 2010-03-24 utvecklar sig under första handelsdagen. Resultatet av detta har sedan använts för att avgöra om det förelåg underprissättning på Nasdaq OMX Stockholm vid undersökningsperioden. Vidare har underprissättningen kategoriserats utifrån de olika sektorer som finns representerade på Nasdaq OMX Stockholm för att utröna om det finns skillnader mellan sektorerna. Undersökningen syftar också till att besvara om en eventuell skillnad kan hänföras till den risk som förknippas med varje sektor, mätt som volatiliteten på årsbasis.

Vid genomförandet av studien har en kvantitativ ansats tillämpats. Problem-formuleringen har undersökts empiriskt samtidigt som tidigare teorier inom ämnet har studerats. Empirin omfattar samtliga nyintroduktioner som genomfördes på Nasdaq OMX Stockholm sedan millenniumskiftet vilket resulterat i att 46 bolag undersökts och analyserats. Teorin är primärt inhämtad från vetenskapliga artiklar i kombination med mer allmän information vi anser nödvändig för att skapa en helhetsbild av problemområdet. Analys och slutsatser bygger sedan på resultatet av den empiriska undersökningen med beaktande av den teoretiska referensramen.

Avslutningsvis kommer vi fram till att nyintroduktionerna i genomsnitt är underprissatta med 6,26 procent vilket är en lägre siffra än tidigare studier visat. Underprissättningen skiljer sig också mellan de olika sektorer som finns representerade på Nasdaq OMX Stockholm. Däremot har vi inte med säkerhet kunnat fastslå att risken inom den enskilda sektorn har en avgörande betydelse för underpriset. Emellertid visar det sig att introduktionerna ökar i tider när börsindex stiger och faller när motsatt förhållande råder.

NYCKELORD: ***IPO; Nyintroduktion; Underprissättning; Nasdaq OMX Stockholm***

Innehållsförteckning

1. Inledning ... 1
1.1 Bakgrund ... 1
1.2 Problemdiskussion ... 2
1.3 Problemformulering ... 3
1.4 Syfte ... 3
1.5 Avgränsning ... 3
1.6 Definitioner ... 4
1.7 Disposition ... 5
2. Metod ... 6
2.1 Val av uppsatsämne ... 6
2.2 Inledande ansats ... 6
2.3 Val av undersökningsmetod ... 7
2.4 Datainsamling ... 8
2.5 Uträkningar ... 10
2.6 Undersökningens trovärdighet ... 12
3. Teori ... 14
3.1 Marknadsplatser i Sverige ... 14
3.1.1 Aktietorget ... 15
3.1.2 NGM ... 15
3.1.3 NGM MTF ... 15
3.1.4 Burgundy ... 15
3.1.5 First North ... 15
3.1.6 Nasdaq OMX ... 15
3.2 Processen vid nyintroduktioner ... 16
3.3 Underprissättning ... 17
3.4 Varför uppstår underprissättning? ... 19
3.4.1 Winner's Curse ... 20
3.4.2 Market feedback ... 21
3.4.3 Monopolistisk konkurrens ... 21
3.4.4 Ryktesteorin ... 22
3.4.5 Lawsuit avoidence- och Due diligenceteorin ... 22

3.4.6 Signalteorin 23
3.4.7 Hypotesen om ägarspridning 24
3.4.8 Nyckteorin 24
3.4.9 Avslutande reflektion kring teorierna 24
3.5 Branschindelning 24
3.5.1 GICS 24
3.5.2 ICB 25
3.6 Risker 25
3.6.1 Volatilitet 25
3.6.2 Betavärde 26
3.6.3 Fundamental riskbedömning 27
4. Empiri 28
4.1 Nyintroduktioner 28
4.2 Underprissättning 32
4.3 Volatilitet i sektorerna 35
5. Analys 37
5.1 Nyintroduktionerna mellan 2000-2010 37
5.2 Underprissättning 39
5.3 Sambandet mellan underprissättning och risk 41
6. Slutsatser 44
6.1 Slutsats 44
6.2 Undersökningens begränsningar 45
6.3 Förslag till vidare forskning 46
Källförteckning 47
Tryckta källor 47
Utredningar 47
Vetenskapliga artiklar 48
Prospekt 48
Elektroniska källor 49
Uppsatser 52

Figurförteckning

Tabell 1: Genomsnittlig initial kursförändring för 39 länder……..……19

Diagram 1: Andelen bolag noterade på de olika marknadsplatserna 14
Diagram 2: Volatiliteten på Stockholmsbörsen mellan 1949-2007.....26
Diagram 3: Antal nyintroduktioner på Nasdaq OMX Stockholm mellan 2000-2010 28
Diagram 4: Nyintroduktioner fördelat per månad under 2000-2010.....30
Diagram 5: Nyintroduktioner fördelat på sektorer under 2000-2010.....31
Diagram 6: Totalt antal bolag fördelat på sektorer 31
Diagram 7: Genomsnittlig initial kursförändring.....32
Diagram 8: Genomsnittlig initial kursförändring fördelat per år 33
Diagram 9: Genomsnittlig initial kursförändring fördelat per sektor 34
Diagram 10: Volatilitet per sektor 35
Diagram 11: Sambandet mellan börsklimat och antalet nyintroduktioner.....37
Diagram 12: Samband mellan initial kursförändring och volatilitet inom sektorerna.....42

Bilagor

Bilaga: Nyintroduktioner på Nasdaq OMX Stockholm 2000-03-09 till 2010-03-24

1. Inledning

I detta kapitel får läsaren en inledande beskrivning av uppsatsens ämnesområde. Först behandlas bakgrunden som leder fram till en problemdiskussion vilken utmynnar i en problemformulering. Därefter behandlas undersökningens syfte, vilka avgränsningar som gjorts följt av relevanta definitioner. Kapitlet avslutas med uppsatsens disponering.

1.1 Bakgrund

”Anskaffning av nytt kapital”, ”ökad kännedom om bolaget” och ”erhålla ett marknadsvärde”, är några av de motiv som ofta används för att förklara varför företag väljer att gå från privatägt till publikt. Från en tämligen ouppmärksammad tillvaro till att hamna under affärsmedias och analytikers granskning. Vidare leder en börsnotering också till en ökad ägarspridning och varje investerares andel blir mer likvid, det vill säga lättare att omsätta till pengar.

En börsnotering är dock en svår och omfattande process som kräver mycket arbete där många parter, däribland Finansinspektionen, investerare, värdepappersinstitut, garanter och börsen är inblandade. Bolag som tänkt genomföra en nyintroduktion anlitar därför vanligtvis ett värdepappersinstitut, vilket fungerar som spindeln i nätet mellan de olika aktörerna under introduktionsprocessen. Värdepappersinstitutet kan också ställa upp som garant för det emitterande bolaget för att säkerställa introduktionen (D’Agostino et al., 2007:1). Valet av marknadsplats har dock en avgörande roll då reglerna skiljer sig åt, främst beroende på om företaget avser att noteras på en börs eller handelsplats (Finansinspektionen, 2010:1). Nasdaq OMX Stockholm är en av två börser i Sverige. För en notering där krävs att bolaget bland annat kan visa på god lönsamhet samt ett antal år dokumenterad historik (Nasdaq OMX, 2010:1).

D’Agostino et al. (2007:2), har uppmärksammat att det från en potentiell investerares perspektiv är många faktorer att ta hänsyn till vid erbjudandet om att teckna aktier i ett bolag som ska börsnoteras. Investeraren bör inte endast vara bevandrad i faktorer såsom bolagets ekonomiska ställning och utveckling utan också känna till hur introduktionsprocessen går till samt vilken påverkan marknadsklimatet kan ha på investeringens kortsiktiga utveckling.

Vid utförsäljningen av ett företags aktiekapital sker en såkallad IPO, initial public offering, vilket innebär att privata investerare får tillgång till att teckna aktier i bolaget (Ross et al., 2008). Priset anges ofta i ett intervall vilket senare fastställs med utgångspunkt i hur stor efterfrågan varit (D’Agostino et al., 2007:2). Efterfrågan för att komma in på börsen har tidigare visar sig variera avsevärt beroende på när i tiden introduktionen förläggs.

Vid en historisk tillbakablick visar det sig att bolagen under högkonjunktur står i kö för att komma in på börsen. Anders Ackebo, tidigare chef för noteringar på Stockholmsbörsen, menar att intresset för att komma in på börsen under 2005

ökade efter några svaga år. Som anledning nämner Ackebo börsklimatet vilket styr intresset för att noteras på en börs. Även Andreas Poike, som ansvarar för listningen på nyemissioner.se, har märkt av det ökade trycket och säger att det tilltagit de senaste månaderna (Bränström, 2005). En annan anledning till att fler bolag vill in på börsen under högkonjunkturen beror på den starka vinstutveckling bolagen upplever. När vinsterna ökar, stiger också intresset för en börsintroducering och motsatt förhållande när tiderna anses var mer ansträngda (Frick, 2006). Slutsatsen är att oavsett anledningen så görs det betydligt fler börsintroduktioner i högkonjunktur än i lågkonjunktur vilket har en positiv effekt på bolagens kursutveckling menar Frick (2006).

Bursell (2008) har noterat att intresset föll kraftigt under 2008 för nyintroduktioner på Stockholmsbörsen då endast en notering genomfördes på Nasdaq OMX Stockholm. En förklaring är det börsklimat som rådde efter kraschen av investmentbanken Lehman Brothers. Som en följd av detta tycks det vara svårt att prissätta emittenternas aktier i den osäkra marknad som råder, enligt Jenny Rosberg, Europachef för noteringar på Nasdaq OMX. Vidare menar Bursell (2008) att: *"Noteringsverksamhetens korrelation med det övergripande marknadsklimatet är tydlig under senare år"*. Sverige var emellertid inte ensamma om det svaga intresset för nyintroduktioner utan bilden i övriga Europa var likartad, menar Zachrison (2008). Anders Axencrantz, ansvarig för IPO Services hos Öhrlings PricewaterhouseCoopers, hävdar att antalet noteringar i Europa för det tredje kvartalet 2008 var ett av de lägsta sedan de började sina mätningar under 2002 (Zachrison, 2008).

1.2 Problemdiskussion

Ett företag som ska bjuda ut sitt aktiekapital till allmänheten måste bland annat ta ställning till vilken marknad aktien ska noteras på. För större erfarna företag med en omfattande historik är målet rimligtvis att introduceras på Nasdaq OMX Stockholm. Det är den börs i Sverige som är enskilt störst och får därför mycket publicitet och bevakning.

Även om Nasdaq OMX Stockholm har ett omfattande regelverk där vikten av informationsgivning och transparens är betydande finns det enligt oss alltid en osäkerhet i samband med att ett företag nyintroduceras eftersom det kan uppstå svårigheter med att uppskatta ett företags värde om det inte tidigare varit registrerat på en handelsplats eller auktoriserad börs. Vid introduktionen används därför ofta ett värdepappersinstitut vars uppgift är att hjälpa till vid börsintroduktionen och eventuellt garantera att emissionen blir av.

Ett återkommande fenomen vid bestämmande av ett företags värde och priset på dess aktiekapital är att värderingen av företaget underprissätts eftersom tidigare undersökningar visat på att aktien vid en nyintroduktion initialt stiger. Således visar tidigare forskning att underprissättning förekommer när företag börsintroduceras. En sådan företeelse är på inget sätt unikt för Sverige utan har visat sig vara internationellt förekommande (Ritter, 1998).

När företag noteras på Nasdaq OMX Stockholm sker en rad olika indelningar som ett led i att underlätta för investerare. Beroende på vilket börsvärde bolaget kommer att ha delas de in efter listorna Large Cap, Mid Cap och Small Cap. Denna indelning gjordes tidigare utifrån en A- och O-lista men sedan 2006 tillämpas den förstnämnda indelningen (Aktiespararna, 2010). Vidare sker en kategorisering utifrån företagens kärnverksamhet enligt GICS-standarden där företagen delas upp efter sektorer, branschgrupper, branscher och delbranscher (Nasdaq OMX, 2010:2). GICS-standarden är utvecklad av Morgan Stanley Capital International och Standard & Poor. GICS är en utbredd metod att kategorisera bolag med och används som klassificeringsinstrument över hela världen (Aktiespararna, 2010).

Inom finansiell analys används volatiliteten som ett sätt att mäta risken då den visar på kursrörelserna hos ett finansiellt instrument (Aczel & Sounderpandian, 2006). Därför kan volatiliteten utgöra ett mått på den risk som varje sektor, inom GICS, är förknippad med eftersom den visar fluktuationerna i de aktier som ingår i varje sektorindex.

Undersökningar som redovisar vilken risk som är förknippad med de olika kategorierna inom GICS har inte gått att finna och det skulle vara intressant att undersöka om det förekommer något samband mellan risken inom en sådan kategori och den initiala underprissättningen vid en nyintroduktion av ett företag. Dessutom är det av intresse att undersöka hur underprissättningen skiljer sig inom GICS på Nasdaq OMX Stockholm.

1.3 Problemformulering

Med utgångspunkt ifrån ovanstående problemdiskussion ämnas följande problemformulering att undersökas:

- ***Hur ser utvecklingen av underprissättning ut år 2000 till 2010 mellan sektorerna inom GICS-systemet på Nasdaq OMX Stockholm?***

- ***Förekommer det ett samband mellan risken, mätt som volatiliteten, inom de olika sektorerna och graden av underprissättning på Nasdaq OMX Stockholm?***

1.4 Syfte

Syftet med uppsatsen är att undersöka hur underprissättningen skiljer sig mellan de olika sektorerna, ur ett historiskt så väl som aktuellt perspektiv, under perioden 2000-03-09 till 2010-03-24. Dessutom är syftet att undersöka huruvida det förekommer ett samband mellan risken inom varje sektor och graden av underprissättning.

1.5 Avgränsning

Vi har valt att enbart undersöka nyintroduktioner som genomförts på Nasdaq OMX Stockholm. Med Nasdaq OMX Stockholm avser vi listorna Large Cap, Mid Cap, Small Cap (tidigare A och O-listan). Vi har valt att begränsa studien från

2000-03-09 till 2010-03-24 vilket innefattar samtliga introduktioner sedan millenniumskiftet. De undersökta bolagen omfattas endast av introduktioner som genomförts för första gången. Således innefattar undersökningen inte bolag som genomfört listbyten, avknoppning av dotterbolag eller en sekundär notering.

1.6 Definitioner

Initial kursförändring: *Prisförändringen mätt som skillnaden mellan marknadspriset efter första dagens handel och introduktionskursen.* (Ritter, 1998)

Initial public offering: *Det första publika erbjudandet vilket ger allmänheten möjlighet att teckna aktier i företaget.* (Ross et al., 2008)

Nyintroduktion: *"En nyintroduktion innebär att bolaget ansöker om börsnotering eller tar upp aktien till handel på en oreglerad marknadsplats. I samband med detta sker vanligtvis en ägarspridning genom att befintliga aktieägare erbjuder allmänheten att förvärva aktier. Bolaget kan också genomföra en nyemission i samband med nyintroduktionen."* (D'Agostino et al., 2007:1 s.2)

Prospekt: *"En informationshandling som innehåller information om de överlåtbara värdepapper som emittenten antingen erbjuder till allmänheten eller tar upp till handel på en reglerad marknad."* (Kapitalbarometern, 1998 s.18)

Underprissättning: *I de fall den initiala kursförändringen antar ett positivt värde definieras aktien som underprissatt.* (Författarnas definition)

Värdepappersinstitut: *"Ett värdepappersinstitut är ett samlingsbegrepp som omfattar olika finansiella bolag som har rätt att yrkesmässigt bedriva värdepappersrörelse. Ett värdepappersinstitut kan exempelvis vara en bank eller en fondkommissionär. Gemensamt för dessa är att de regleras av lagen (1991:981) om värdepappersrörelse och står under tillsyn av Finansinspektionen."* (D'Agostino et al., 2007:1 s.3).

1.7 Disposition

Kapitel 1. Inledning

- *I detta kapitel får läsaren en inledande beskrivning om uppsatsens ämnesområde. Först behandlas bakgrunden som leder fram till en problemdiskussion vilken utmynnar i en problemformulering. Därefter behandlas undersökningens syfte, vilka avgränsningar som gjorts följt av relevanta definitioner. Kapitlet avslutas med uppsatsens disponering.*

Kapitel 2. Metod

- *Kapitlet redogör inledningsvis för vilka val som gjorts vad gäller undersökningens utförande. Vidare beskrivs hur insamling och bearbetning av vår data har behandlats samt vilka beräkningar som tillämpats. Avslutningsvis diskuteras undersökningens trovärdighet utifrån centrala begrepp.*

Kapitel 3. Teori

- *Detta kapitel har som syfte att dels redogöra för olika teorier om underprissättning och dels beskriva och förklara relevant information som enligt oss hjälper läsaren att få en helhetsbild av problemområdet.*

Kapitel 4. Empiri

- *I detta kapitel presenteras resultatet av undersökningen. Skillnader och likheter mellan de undersökta åren och sektorerna belyses. Vidare behandlar kapitlet volatiliteten i sektorerna under de berörda åren.*

Kapitel 5. Analys

- *I detta kapitel görs en djupare analys av resultatet utifrån samverkan mellan empiri och teori. Analysen behandlar fördelningen av antalet introduktioner mellan åren och mellan sektorerna. Vidare sätts resultatet i relation till tidigare forskning och undersökningar. I kapitlet analyseras också sambandet mellan underprissättning och risk.*

Kapitel 6. Slutsatser

- *I detta kapitel redogörs för de slutsatser som framkommit med hjälp av empirin, teorin och analysen. Vidare belyses undersökningens brister och begränsningar. Avslutningsvis diskuteras förslag på vidare studier inom ämnet.*

2. Metod

Kapitlet redogör inledningsvis för vilka val som gjorts vad gäller undersökningens utförande. Vidare beskrivs hur insamling och bearbetning av vår data har behandlats samt vilka beräkningar som tillämpats. Avslutningsvis diskuteras undersökningens trovärdighet utifrån centrala begrepp.

2.1 Val av uppsatsämne

Efter att ha intresserat oss för handel med finansiella instrument under ett antal år har vi blivit bekanta med att det emellanåt skrivs om aktier som kan liknas vid rena tillväxt- eller kursraketer. Inledningsvis sökte vi information om ämnet genom tidningsartiklar och tog del av uppsatser som behandlat aktiemarknaden i allmänhet och prissättning av aktier i synnerhet exempelvis Andersson & Persson, (2005). Vi fann det också intressant att undersöka om graden av underprissättning kunde hänföras till vilka sektorer bolagen kategoriserades under samt om risken inom varje sektor kunde vara av betydelse för underprissättningen.

2.2 Inledande ansats

Vetenskaplig forskning kan enligt Wiedersheim-Paul & Eriksson (2001), delas in i två huvudinriktningar: positivism och hermeneutik. Positivism söker efter en absolut kunskap vilket erhålls genom empiriskt material som sedan kan bekräfta eller falsifiera teorier. Vidare kan positivismen sägas ha sin bas i ett naturvetenskapligt forskningsideal (Bjereld et al., 2002). Wiedersheim-Paul & Eriksson (2001), menar att positivismen har två källor till kunskap. Dels den människan kan registrera med hjälp av hennes fem sinnen och dels vad hon genom mänskligt förnuft kan resonera sig fram till utifrån en logisk följd. Den hermeneutiska inriktningen är till skillnad från positivismen mer humanistisk inriktad. Hermeneutiken lägger stor vikt vid själva tolkningen och intresserar sig för människors livsvärldar och hur de upplever olika situationer (Bjereld et al., 2002). Den hermeneutiska metoden beskrivs enligt Befring (1994), som en tolkningskonst där arbetet med en text gradvis ökar förståelsen för den. Vidare beskrivs hermeneutiken som en systematisk metod för sökande efter en inre mening och helhetsförståelse. Nya delkunskaper anammas och placeras in i nya helheter. Det blir således ett samspel mellan nya intryck och redan existerande kunskaper.

När syftet ligger i att framställa ny kunskap inom ett visst område finns det enligt Andersen (1998) i allmänhet två vägar att tillämpa. Tillvägagångssätten är deduktion och induktion och de kan bidra till att utforma vetenskapliga slutsatser. Deduktion utgår från generella principer för att dra slutsatser om specifika händelser. Således implicerar deduktiva slutsatser att med hjälp av generell kunskap säga något om ett enskilt fall. Induktion kan sägas vara det omvända, utgångspunkten är nu en enskild händelse för att komma till en generell slutsats. Wiedersheim-Paul & Eriksson (2001), beskriver deduktion och induktion som två slutledningsmetoder där ett antal premisser anges som genom slutledning leder till en slutsats. Den induktiva metoden grundar sig på empirisk data medan deduktion innebär en logisk följd som leder till en tankemässig slutledning. En brist med den

induktiva slutledningsmetoden är att det sällan går att mäta eller registrera samtliga observationer. Därmed finns risken eller möjligheten att undantag upptäcks eller att tidigare givna förhållanden förändras. Statistiska metoder kan endast med en viss sannolikhet säga att resultatet av ett stickprov överensstämmer med population men aldrig med säkerhet.

Christensen et al. (2001), betonar att det inte är författarna i sig som väljer vilken ansats som tillämpas utan det är själva problemet och vilket syfte som föreligger som ligger till grund för valet. Vidare menar Befring (1994), att det är av stor vikt att metodläran är flexibel och anpassad efter de problemställningar som ska undersökas. Metodläran ska snarare ses som ett förråd av idéer än som tvingande bestämmelser.

Vår undersökning utgår ifrån det positivistiska paradigmet då huvuddelen av vår empiriska undersökning innebär att samla in data som kan mätas och registreras genom statistiska metoder. Vidare utgår vår frågeställning från ett antal antaganden som vi avser att pröva. Dessa antaganden ämnar vi sedan att empiriskt testa vårt urval mot. Genom en deduktiv slutledning avser vi att dra slutsatser om underprissättning på Nasdaq OMX Stockholm utifrån tidigare teorier. En kombination av dessa kallas den hypotetiskt-deduktiva metoden (Wiedersheim-Paul & Eriksson, 2001).

2.3 Val av undersökningsmetod

Vid genomförandet av olika undersökningar kan två olika huvudformer urskiljas; kvalitativ metod och kvantitativ metod. Kvalitativa metoder syftar till att skapa en djupare förståelse av ett visst problemområde. Fokus ligger på att förstå problemområdets samband med helheten. Statistik används i begränsad utsträckning inom denna metod. Kvantitativa metoder bygger tillskillnad från kvalitativa metoder på en omfattande användning av statistik och matematik där klara riktlinjer upprättas för hur genomförandet av undersökningen ska ske (Andersen, 1998). Christensen et al. (2001), menar att en undersökning av kvantitativ karaktär fokuserar på siffror där mängd, antal och frekvens utgör grunden för att på ett objektivt sätt kunna analysera och bearbeta materialet. En kvantitativ undersökning begränsas av att utgångspunkterna eller hypoteserna redan är förutbestämda. Metoden lämpar sig bäst när forskaren redan vet en del om det som ska studeras och vill testa en eller flera teorier. Vidare skriver Christensen et al. (2001), att en kvalitativ undersökning betonar ord, text, symboler och handlingar där den underliggande betydelsen är av särskilt intresse. Till skillnad från den kvantitativa metoden är den kvalitativa metoden inte lika begränsad till sin karaktär, verkligheten är inte förutbestämd till sin struktur. Begränsningen ligger istället i forskarens subjektiva förmåga att förstå och tolka materialet.

Andersen (1998) nämner att avgörande för vilken metod som används är undersökningens syfte, problemställning och objektsområde. Valet bör inte grundas utifrån vad forskaren tidigare anser sig vara mest bekant med eller ha en förfallenhet till.

Vår undersökning bygger på den kvantitativa metoden då vi utifrån siffror analyserat och bearbetat vårt material. Det empiriska material som samlats in har kvantifieras och mätts på ett objektivt sätt där litet utrymme lämnats för subjektiva bedömningar under den empiriska processen. Den empiri vi samlat in har jämförts med redan befintliga teorier som är av betydande relevans för ämnet. Det empiriska materialet bygger på data som inhämtats från Nasdaq OMX hemsida och är sammanställt och behandlat på ett objektivt vis.

2.4 Datainsamling

Om avsikten är att samla in och studera data som sträcker sig över en längre period benämns detta enligt Christensen et al. (2001), longitudinell ansats eller tidsseriestudie. En studie av sådan karaktär är bred och oftast ytlig där urvalet sker utifrån en specifik målpopulation som studeras över en tidsperiod. Vidare nämns att en longitudinell ansats ofta är kvantitativ och presentationen av resultatet utgörs i form av statistiska generaliseringar.

Vår studie avser att mäta underprissättningen för nyintroduktioner på Nasdaq OMX Stockholm under perioden 2000-03-09 till 2010-03-24 för att kunna redogöra för eventuella skillnader i underprissättningen mellan de olika sektorerna som bolagen delas in efter. Dessutom ämnar studien undersöka om den risk som är förknippad med varje sektor kan antas inverka på underprissättningens storlek. För att ge ett rättvisande resultat har omfattningen av denna tidsperiod likställts med ovanstående. Om en längre tidsperiod hade valts för att mäta risken skulle resultatet, enligt oss, kunna bli missvisande och frikopplat från problemområdet. Med hänsyn till detta resonemang är vår studie av en longitudinell undersökningsansats.

Vid insamlandet av data kan detta delas upp utefter forskarens roll vid själva insamlingsprocessen. Om forskaren själv samlar in data benämns det primärdata. Är det istället andra personer eller institutioner som samlat in data betecknas denna som sekundärdata (Andersen, 1998). Sekundärdata kan sägas vara data som tidigare samlats in i ett annat syfte än vad som gäller för den aktuella undersökningen menar Christensen et al. (2001). Dessutom går det även att dela in sekundärdata efter vart informationen är hämtad. Data som är erhållen inom en viss organisation såsom kundinformation och försäljningsresultat kallas intern sekundärdata. Kommer informationen istället från publicerade källor exempelvis myndigheter, tidningar och tidsskrifter eller från kommersiella källor såsom marknadsundersökningar klassificeras det som extern sekundärdata (Christensen et al., 2001).

Den information som använts i vår studie är hämtad ifrån ett antal olika källor, gemensamt för dessa är att de faller under beteckningen sekundär data. Primärdata har således inte använts i undersökningen och därför behandlas inte denna form mer ingående. Dels har vår sekundärdata bestått i att samla information till den teoretiska referensramen. För denna del har vetenskapliga källor, främst, Science Direct nyttjats. Initialt fann vi information genom att söka efter begrepp såsom ”underpricing”, ”IPO” och ”new stock issues”. Vidare har vi även orienterat oss

igenom referenser som påträffats genom vetenskapliga artiklar. För allmän information om Nasdaq OMX Stockholm har till mestadels företagets egen hemsida använts men även andra sidor av intresse har besökts vilka redogörs för löpande i studien.

Vad gäller vår kvantitativa undersökning som syftar till att ta reda på graden av underprissättning på Nasdaq OMX Stockholm under perioden 2000-03-09 till 2010-03-24 som ett led i att undersöka skillnaden i underprissättning mellan de olika sektorerna mellan åren har ett antal olika källor använts. Initialt var vår ambition att samtliga introduktionspriser skulle inhämtas från respektive bolags prospekt. Prospekt som blivit godkända ska i sin tur publiceras på Finansinspektionens hemsida då det är den myndighet som tillhandahåller processen med att godkänna bolagens prospekt (Finansinspektionen, 2010:2). Finansinspektionen prospektregister innehåller dock endast prospekt som blivit godkända och registrerade sedan 2006-10-31 vilket innebär att en betydande del av vårt urval inte finns tillgängligt (Finansinspektionen, 2010:3). Dessutom anges i prospekten oftast ett prisintervall där introduktionskursen således inte är helt bestämd utan beror på vilken efterfrågan det finns från investerare att delta i emissionen (se exempelvis Systemair, 2007). Därför har introduktionspriset inhämtats från databasen Retriever. Utifrån Retriever har källor som Göteborgs-Posten, Dagens Industri och Dagens Nyheter använts. Vi har via e-postkonversation med Finansinspektionen fått dokument skickade till oss som styrker att de bolag som ingår i vårt urval har fått sina prospekt godkända och därmed tillåtits emittera sina aktier på Nasdaq OMX Stockholm. Vidare har nästintill samtliga bolags introduktionspris stämts av mot två källor för att öka tillförlitligheten. Stängningskursen för varje nyintroduktion har sedan fastställts med hjälp av Nasdaq OMX hemsida som publicerar stängningskursen varje dag sedan bolaget blev publikt (Nasdaq OMX, 2010:3).

För att ta reda på vilka bolag som introducerades på Nasdaq OMX Stockholms huvudmarknad under den valda perioden använde vi oss av Nasdaq OMX hemsida där alla introduktioner mellan åren 1997-2010 återges. Dessutom publiceras också information om vilken dag som var aktiens första handelsdag (Nasdaq OMX, 2010:4). Vidare har varje bolag delats in efter sektortillhörighet i enlighet med GICS-standarden.

Vår andra problemformulering avser att mäta risken i varje sektor och undersöka om det kan antas inverka på underprissättningens storlek. Aczel & Sounderpandian (2006) menar att vid finansiell analys används ofta standardavvikelsen som ett mått på volatilitet och således den risk som är förknippad med det finansiella instrumentet. Vidare beskrivs att när urvalet utgör en specifik period och inte väljs utifrån slumpvalda dagar används standardavvikelsen för en population och inte för ett stickprov. På Nordeas hemsida (Nordea, 2010:1) står att risk kan mätas på flera olika sätt. Den totala risken utgörs av standardavvikelsen som visar på hur stor spridningen varit i det finansiella instrumentet. Desto högre värde standardavvikelsen har, desto större är risken. Vanligen publiceras volatiliteten mätt som standardavvikelsen för ett

finansiellt instrument på årsbasis (Nordea, 2010:2). Därför uppgår antalet dagar vanligtvis till 250 (Nordea, 2010:3). För att varje sektors risk ska återspeglas på ett korrekt och tillförlitligt sätt kommer perioden 2000-03-09 till 2010-03-24 att användas för att resultatet ska bli relevant för undersökningen. Detta motsvarar 2518 handelsdagar. Då vår undersökning genomförs under en sammanhängande period kommer således standardavvikelsen för en population att tillämpas.

2.5 Uträkningar

De beräkningar som tillämpas i uppsatsen för att bestämma underprissättningen syftar endast till att bestämma den initiala kursförändringen. Således bygger uträkningarna på vilken introduktionskurs aktien hade den dag bolaget introducerades samt stängningskursen efter första dagens handel. Beräkningen bygger på vad som återges i Ritter (1998). För att bestämma initial kursförändring har följande uträkning tillämpats:

$$Initial\ kursförändring = \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

P_0 = Introduktionskurs
P_1 = Stängningskurs efter första dagens handel

Som ett komplement till detta kan första dagens kursutveckling beaktas i förhållande till den sektor eller index som aktien handlas inom. Att justera kursutvecklingen mot sektorer eller index kan, enligt oss, tyda på vilken tro alternativt misstro det finns på bolaget och dess aktie och kursen följer således inte endast sektorn och börsen i helhet. Vi har valt att justera de initiala kursförändringarna mot två olika referensindex. Dels de sektorindex som bygger på GICS-systemet vilka delas in efter tio olika kategorier och dels ett index som beaktar kursutvecklingen på Nasdaq OMX Stockholm i sin helhet, OMXSPI. Beräkningen är hämtad från Ritter (1991). För att justera mot dessa index har vi tillämpat följande uträkning:

$$Indexjusterad\ kursförändring = \frac{P_1 - P_0}{P_0} - \frac{Index_1 - Index_0}{Index_0}$$

P_0 = Introduktionskurs
P_1 = Stängningskurs efter första dagens handel
$Index_0$ = Index stängningskurs dagen innan handeln startar
$Index_1$ = Index stängningskurs efter första dagens handel

Exempel: Vi antar att $Aktie_A$ efter första dagens handel har stigit från 50 kr till 55 kr, en uppgång motsvarande 10 procent. Under samma dag stiger $Index_A$ med 3 procent. Den justerade kursförändringen motsvarar då en uppgång om 7 procent (Dahlin et al., 2008).

För att bestämma standardavvikelsen och därmed också vilken risk som kan hänföras till varje sektor har formeln för standardavvikelsen av en population beräknats. Formeln är hämtad från Aczel & Sounderpandian (2006).

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^{n} \frac{(x_i - \mu)^2}{n}}$$

n = antalet observationer
x = varje enskild observation
μ = medelvärdet

Exempel: Anta att vi vill bedöma risken hos två finansiella instrument, $Aktie_A$ och $Aktie_B$. För att göra det samlar vi in nödvändig information om aktiernas stängningskurser under tio handelsdagar. För att mätningen ska bli korrekt utförd hämtas informationen om aktierna under samma period.

$Aktie_A$	$Aktie_B$
75,00	110,00
76,50	113,50
76,00	108,00
74,50	105,50
75,50	112,00
75,25	115,75
76,00	121,50
75,75	114,25
77,00	120,50
78,50	124,25

För $Aktie_A$ blir σ = 1,078 och för $Aktie_B$ blir σ = 5,766. $Aktie_B$ är således betydligt mer volatil än $Aktie_A$. Samtidigt ger $Aktie_B$ en betydligt bättre avkastning om 12,95 procent gentemot $Aktie_A$ som ger en avkastning om 4,67 procent. Det blir i detta fall en avvägning mellan risk och avkastning för en investerare.

Ovan utgörs standardavvikelsen i form av en valuta. För vår undersökning är det av intresse att standardavvikelsen uttrycks i procent för att avgöra volatiliteten i respektive sektorindex. Formeln har hämtats från Aktieskolan (2010).

$$Volatilitet = \sigma\left\{ln\left(\frac{I_t}{I_{t-1}}\right), \ldots\right\} * \sqrt{n}$$

I_t = slutkurs dag t
I_{t-1} = slutkursen dagen innan dag t
ln = naturliga logaritmen
n = antal handelsdagar per år (250)

Med utgångspunkt från exemplet ovan får vi utifrån formeln följande:

$Aktie_A$	$Aktie_B$
1,98%	3,13%
-0,66%	-4,97%
-1,99%	-2,34%
1,33%	5,98%
-0,33%	3,29%
0,99%	4,85%
-0,33%	-6,15%
1,64%	5,33%
1,93%	3,06%

Räknat på den genomsnittliga logaritmerade avkastningen har $Aktie_A$ en σ=20,68% och $Aktie_B$ en σ=68,55%.

2.6 Undersökningens trovärdighet

Enligt Befring (1994), mäts graden av tillit till en undersökning utifrån begreppen validitet och reliabilitet. Validitet behandlar hur giltigt mätresultatet är medan reliabilitet inbegriper hur stabila och precisa mätresultaten är. Vidare menar Bjereld et al. (2002), att validitet kan sägas betyda ”*i vilken utsträckning vi verkligen undersöker det vi avser att undersöka*”. Således är validiteten beroende på *vad* det är som mäts. Reliabilitet är däremot beroende på *hur* det mäts. Om undersökningen är slarvigt genomförd så är reliabiliteten låg. Ett sätt att pröva reliabiliteten i undersökningen är att låta en annan forskare genomföra studien och sedan jämföra resultaten. Vid kvantitativa undersökningar är en jämförelse av detta slag betydligt enklare att genomföra än för en kvalitativ undersökning. Den senare är ofta uppbyggda på djupgående intervjuer där exempelvis personkemin mellan intervjuaren och intervjuobjektet kan ha inverkan på svaren och således resultatet. Trots att en undersökning genomförs med stor noggrannhet och precision så menar Bjereld et al. (2002), att undersökningen för den sakens skull inte nödvändigtvis är valid. Följaktligen är validitet ett begrepp som är överordnat reliabilitet. Wiedersheim-Paul & Eriksson (2001), påpekar att om mätinstrumentet inte mäter det som avses spelar det mindre roll hur bra mätningen är.

Vi anser att validiteten i vår undersökning är att betrakta som hög då risken att vi samlar in information som inte är tillämpbar för att mäta det som avses är låg. Vi anser även att reliabiliteten i undersökningen är hög vilket, som nämnts, är en förutsättning för att uppnå hög validitet. Förutsatt att samma urvalskriterier tillämpas menar vi att undersökningen hade givit samma resultat om den utförts av någon annan. De eventuella problem som kan uppstå vad gäller reliabiliteten applicerat på vår undersökning är att felaktiga börskurser inhämtats eller att uträkningarna inte är korrekt gjorda. All statistik som använts i undersökningen är hämtad från Nasdaq OMX hemsida och uträkningarna är gjorda med hjälp av kalkylprogrammet Microsoft Excel för att minimera risken från den mänskliga faktorn.

Wiedersheim-Paul & Eriksson (2001), nämner att ett sätt att bedöma källor är att använda sig av källkritiska kriterier där de viktigaste är samtidskrav, tendenskritik, beroendekritik och äkthet. Vad gäller bedömningen av statistik redogör Wiedersheim-Paul & Eriksson (2001), för att människor genomgår två utvecklingsstadier i sin inställning till statistik. Till en början är människor okritiska och accepterar statistiken och tolkningarna av den. Vid det senare stadiet växer en misstro fram mot statistiken efter att ha blivit utsatt för felaktig användning av den under ett flertal gånger. Slutsatsen är att hitta en gyllene medelväg mellan dessa ytterligheter.

Under arbetets gång har vi beaktat källkritiska kriterier. Om exempelvis information har inhämtats från källor som är publicerade för en relativt lång tid sedan har vi reflekterat över om det idag kan finnas anledning att ogiltigförklara den då omständigheter kan göra att vad som uppges i källan inte längre är relevant. Vidare har vi primärt inhämtat fakta från vetenskapliga tidsskrifter och litteratur som vi bedömt håller hög trovärdighet. Vad gäller pålitligheten i den statistik som använts i undersökningen så bedömer vi den som mycket hög. Insamlandet av statistik till vår undersökning har skett i form av rådata. Den statistik vi använt i empirin har således varken tolkats eller omarbetats av de källor vi inhämtat den från.

Avslutningsvis har vi inget intresse av att utfallet av undersökningen ska te sig på ett visst sätt. På så vis har vi genomgående försökt arbeta utifrån ledorden objektivitet och neutralitet.

3. Teori

Detta kapitel har som syfte att dels redogöra för olika teorier om underprissättning och dels beskriva och förklara relevant information som enligt oss hjälper läsaren att få en helhetsbild av problemområdet.

3.1 Marknadsplatser i Sverige

I Sverige finns idag sex olika marknadsplatser; Nasdaq OMX Stockholm, First North, NGM, NGM MTF, Aktietorget och Burgundy (Finansinspektionen, 2010:3). De olika marknadsplatserna kan delas in i börser och handelsplattformar. Skillnaden är att regelverken för handelplattformar inte är lika omfattande som för en börs eller reglerad marknad som det också kallas (Kapitalbarometern, 2008). Av ovan nämnda är Nasdaq OMX Stockholm och NGM de börser som finns i Sverige medans First North, NGM MTF, Aktietorget och Burgundy är handelsplattformar också kallat Multilateral Trading Facility, MTF (Finansinspektionen, 2010:3). På de svenska marknadsplatserna fanns vid utgången av 2009 522 noterade bolag (Kapitalbarometern, 2009).

Diagram 1: Andelen bolag noterade på de olika marknadsplatserna

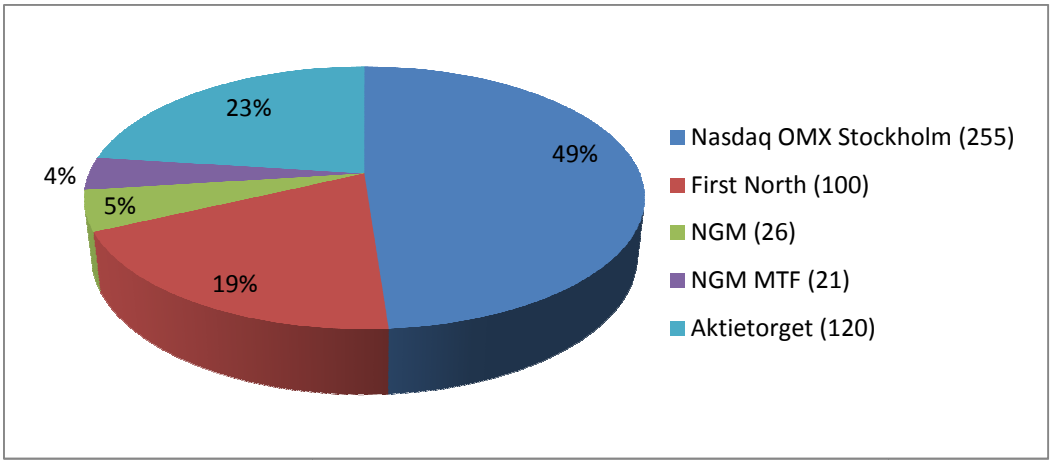


Diagram 1 visar fördelningen av antal bolag noterade på respektive marknadsplats. Nasdaq OMX Stockholm stod för nästan 50 procent av marknaden. Dessutom är Nasdaq OMX ägare och driver handelsplattformen First North vilket ger dem en marknadsandel på 68 procent.

Vilken marknadsplats ett företag väljer att noteras på är bland annat beroende av bolagets storlek, motivet för introduktionen och vilken typ av investerare bolaget vill attrahera. Bolag som väljer att introduceras på en börs måste således följa IFRS, löpande rapportera insiders aktieinnehav till Finansinspektionen så kallad flaggning, följa de lagar och regler som gäller vid offentliga erbjudanden samt följa svensk kod för bolagsstyrning (PricewaterhouseCoopers, 2010). En handelplattform har inga krav på flaggning eller att redovisningen ska ske i enlighet med IFRS (Kapitalbarometern, 2008). Bolag vars aktier är upptagna till

handel på en handelsplattform kan därför upprätta en årsredovisning utifrån årsredovisningslagens bestämmelser (PricewaterhouseCoopers, 2010).

3.1.1 Aktietorget

Aktietorget tillhör som tidigare nämnts kategorin handelsplattform. Marknadsplatsen riktar sig främst till entreprenörsledda företag som befinner sig i en tillväxtfas (Aktiespararna, 2010). För att anslutas till Aktietorget krävs bland annat att bolagen har en ägarspridning på minst 200 aktieinnehavare och tio procent av kapitalet i allmän ägo (Aktietorget, 2010).

3.1.2 NGM

NGM, är en auktoriserad börs och därmed konkurrent till Nasdaq OMX Stockholm. (Aktiespararna, 2010). NGM riktar sig främst till nordiska tillväxtbolag (NGM, 2010:1). Marknadsplatsen har sedan 2003 tillstånd från Finansinspektionen att bedriva börsverksamhet (Aktiespararna, 2010). Tillståndet drogs dock in under en kort period 2008 efter att väsentlig information undanhållits (Finansinspektionen, 2008:1). För en notering på NGM krävs bland annat att bolaget har 300 aktieägare och tio procent av kapitalet i allmän ägo (NGM, 2010:1).

3.1.3 NGM MTF

NGM MTF riktar sig till unga tillväxtbolag som vill att deras aktier ska handlas publikt utan krav på en börsnotering. Handelsplattformen ägs och drivs av NGM och samma handelssystem som för den auktoriserade börsen används men regelverket är mindre omfattande. För en anslutning till NGM MTF krävs att bolaget har tillräckligt många aktieägare så att ändamålsenlig handel uppnås samt tio procent av kapitalet i allmän ägo (NGM, 2010:2).

3.1.4 Burgundy

Burgundy är en nordisk handelplattform för handel med finansiella instrument. Den ägs av de största bankerna och mäklarfirmorna i Norden. Bolagen vars aktier kan handlas på denna lista är inte noterade på Burgundy utan måste finnas registrerade på en auktoriserad börs. Detta innefattar främst aktier noterade på Nasdaq OMX och Oslo Börs. (Avanza Bank, 2010).

3.1.5 First North

First North är Nasdaq OMX alternativa handelplats för små tillväxtföretag (Aktiespararna, 2010). Alla bolag som handlas på First North måste anlita en Certified Adviser. En Certified Adviser tillförsäkrar att bolaget uppfyller kraven för att listas samt kontrollerar att de löpande förpliktelserna följs. Om bolaget skulle bryta mot fastställda regler är det Certified Adviserns uppgift att rapportera detta (Nasdaq OMX, 2010:5). För inträdeskrav måste bolaget ha tio procent av aktiekapitalet i allmän ägo alternativt en likviditetsgarant (Nasdaq OMX, 2010:6).

3.1.6 Nasdaq OMX

Nasdaq OMX Stockholm ägs av Nasdaq OMX Group Inc. Nasdaq OMX Group är en global aktör som äger och driver börser på marknaderna USA, Norden,

Baltikum och Dubai. I den nordiska verksamheten ingår Nasdaq OMX Stockholm, Nasdaq OMX Helsinki, Nasdaq OMX Copenhagen och Nasdaq OMX Iceland (Nasdaq OMX, 2010:7). De fyra börserna bildar tillsammans Nasdaq OMX Nordic. De är dock skilda juridiska enheter och verkar under varje lands lagar och regler (Nasdaq OMX, 2010:8). För en notering på Nasdaq OMX Stockholm krävs att bolaget har minst 25 procent av aktierna i allmän ägo. Bolaget ska även ha ett marknadsvärde om minst en miljon euro för att en notering ska genomföras (Nasdaq OMX, 2010:1). Vidare är marknadsvärdet avgörande för vilket segment bolaget hamnar under. På Nasdaq OMX Stockholm är bolagen indelade efter tre olika segment; Large Cap (stora bolag), Mid Cap (medelstora bolag) och Small Cap (små bolag). Bolag som ingår i segmentet Large Cap har ett marknadsvärde överstigande en miljard euro. Small Cap utgörs av bolag vars marknadsvärde understiger 150 miljoner euro. Följaktligen består Mid Cap-segmentet av bolag som innehar ett marknadsvärde på minst 150 miljoner euro men ej över en miljard euro. För att respektive bolag ska återfinnas inom rätt segment revideras segmenten två gånger per år, i januari respektive juli (Nasdaq OMX, 2010:9).

3.2 Processen vid nyintroduktioner

Med en nyintroduktion menas att ett bolag ansöker om en börsnotering, förslagsvis på Nasdaq OMX Stockholm eller NGM, eller tar upp aktien till handel på en oreglerad marknadsplats, exempelvis på First North eller Aktietorget. I samband med nyintroduktionen är det vanligt att befintliga aktieägare erbjuder investerare att teckna aktier vilket således ger en större ägarspridning i bolaget. I samband med introduktionen sker också ofta en nyemission för att anskaffa nytt kapital till bolaget. Detta görs för att stärka bolagets balansräkning alternativt för att finansiera förvärv eller genomföra investeringar (D'Agostino et al., 2007:1).

Bolag som vill noteras på en börs måste upprätta ett prospekt vilket skickas till Finansinspektionen för granskning. Prospektet ska innehålla uppgifter som kan anses vara nödvändigt för en investerare att ta del av för att kunna ta ett välgrundat beslut. Det rör sig bland annat om vilken avkastningsmöjlighet och risk som är förknippad med aktien samt återge information om bolagets ekonomiska ställning. För att informationen ska bli korrekt anlitar det emitterande bolaget ett värdepappersinstitut vilket hjälper till under hela noteringsprocessen (D'Agostino et al., 2007:1).

Vid en nyintroduktion på Nasdaq OMX Stockholm börjar noteringsprocessen vanligtvis 6-12 månader innan noteringsdagen. Processen inleds med att Nasdaq OMX tillsätter en börsrevisor vars uppgift är att kontrollera om en introduktion av bolagets aktier är lämplig. Börsrevisorns arbete löper parallellt med värdepappersinstitutets process med att genomlysa bolaget. Genomlysningen sker i form av ett såkallat due diligence vilket innebär att bolaget genomgår en legal, finansiell och affärsmässig granskning för att säkerställa trovärdigheten i uppgifterna som lämnas, detta beskrivs mer ingående senare i uppsatsen. Även ledande befattningshavare och styrelseledamöters bakgrund granskas i processen. Detta arbete utgör tillsammans med prospektet grunden för noteringen. Det

slutgiltiga beslutet om bolaget får noteras på Nasdaq OMX Stockholm tas av börsens bolagskommitté (D'Agostino et al., 2007:1).

Vilken teckningskurs aktierna tecknas till bestäms alltid av det emitterande bolaget dock ofta i samråd med värdepappersinstitutet. Processen med att fastställa priset på aktierna kan variera, exempelvis kan en jämförelse göras med andra noterade bolag vilka verkar inom samma bransch alternativt en kassaflödes- eller en substansvärdering. Vid större nyintroduktioner använder sig emittenten ofta av ett prisintervall istället för ett fast pris. Det innebär att investerare får lämna anbud om vilket pris och volym de är intresserade av. Priset får endast ligga inom det intervall som angetts i prospektet (D'Agostino et al., 2007:1).

När anmälningsperioden för att delta i emissionen har avslutats behandlar värdepappersinstitutet alla de anmälningar som inkommit. Syftet är vanligtvis att få en stabil ägarspridning i bolaget samt god likviditet i aktien vilket ska sättas i relation emittentens eventuella önskemål om långsiktiga ägare. Om större finansiella institut är intresserade av att delta i emissionen ska värdepappersinstitutet se över vilken tilldelning som är möjlig att ge dem. Om tilldelningen blir för liten i förhållande till det finansiella institutets portfölj finns risken att innehavet avyttras omgående vilket kan påverka den initiala kursförändringen negativt (D'Agostino et al., 2007:1).

När investerare som har tecknat sig för att delta i emissionen får vetskap om vilken eventuellt tilldelning de får ta del av offentliggör ofta det emitterande bolaget hur stor efterfrågan varit. Det mäts som transaktionens täckningsgrad alternativt överteckningsgrad. En täckningsgrad om 100 procent innebär således att emissionen blivit fulltecknad medans en teckningsgrad om 120 procent motsvarar en överteckningsgrad om 20 procent (D'Agostino et al., 2007:2).

Vid en granskning från Finansinspektionen (D'Agostino et al., 2007:2) visades att värdepappersinstitutens beräkningar av täckningsgrad och eventuell överteckningsgrad skiljer sig åt. Finansinspektionens rapport visade att vissa värdepappersinstitut väljer att inkludera investerare som tecknat sig för emissionen men inte fått någon tilldelning eftersom deras bud varit lägre än teckningskursen. Då en hög överteckningsgrad ger marknaden en signal om att det finns ett stort intresse för aktien kan det innebära att det påverkar aktiekursutvecklingen i den initiala handeln. Sammanfattningsvis efterlyser Finansinspektionen en mer enhetlig standard för beräkning av teckningsgrad respektive överteckningsgrad.

3.3 Underprissättning

En av de svåraste uppgifterna för ett värdepappersinstitut är att bestämma IPO eller det initiala publika erbjudandet, det vill säga den introduktionskurs ett nyintroducerat företag bör ha som motsvarar marknadens värdering av företaget (Ross et al., 2008).

Om introduktionskursen sätts för högt eller för lågt jämfört med marknadens värdering kan detta leda till potentiella alternativa kostnader för det företag som skall nyintroduceras. Sätts introduktionskusen för högt kan det medföra att aktierna inte blir fulltecknade och företaget tvingas dra tillbaka sitt erbjudande med ett förlorat tillskott av investeringskapital som resultat. Skulle förhållandet vara omvänt, det vill säga introduktionskursen sätts för lågt, resulterar detta i stället till att företaget går miste om ytterligare investeringskapital (Ross et al., 2008).

Det sistnämnda förhållandet kallas för underprissättning och har visat sig vara ett vanligt förekommande fenomen världen över. Generellt sett betraktas underprissättning som den initiala avkastningen på en nyintroducerad aktie det vill säga skillnaden mellan marknadens värdering av aktien efter första dagens handel, stängningskursen, och aktiens introduktionskurs (Ritter, 1998).

Trots att Ritters (1998) tolkning av underprissättning är den mest generellt antagna menar Saunders (1990) att tidsperioden kan förlängas från en dag till en vecka eller rent av en månad beroende på vilken tidsperiod som anses vara av intresse för att mäta underprissättningen. Ljungqvist (2007) menar dock att skillnaden mellan att se till stängningskursen efter första dagen gentemot stängningskursen i slutet av veckan är mycket liten och att bevis för underprissättning på välutvecklade marknader, utan restriktioner för hur mycket en aktie kan falla, kan fås redan efter första dagens handel. Därför använder de flesta studier stängningskursen efter första handelsdagen för att mäta underprissättningen.

Vidare måste analytiker som beräknar underpris ta hänsyn till den generella aktiemarknadens upp- eller nedgång i de fall det förkommer en fördröjning mellan det initiala erbjudandet och den dag aktien börjar handlas. Om aktiemarknaden stiger eller sjunker under fördröjningsperioden kan det medföra att aktien i sig slutar på en kurs som är relativt mycket högre eller lägre än det pris som sattes vid bestämmandet av det initiala erbjudandet (Saunders, 1990).

Underprissättning i sig ger nya investerare en möjlighet att generera en högre avkastning på sitt investerade kapital då aktien kan införskaffas till ett lägre pris än dess verkliga värde. För redan befintliga aktieägare, vid till exempel nyemissioner, innebär snarare underprissättning en indirekt kostnad för utfärdandet av nya aktier om de själva väljer att avstå från att teckna nyemitterade aktier (Ross et al., 2008).

Ibbotson (1975) genomförde under 1970-talet en undersökning på den amerikanska aktiemarknaden och fann bland annat att nyintroducerade aktier igenomsnitt var underprissatta med nästan 11 procent. Loughran, Ritter och Rydqvist (1994) har sammanställt en rad olika undersökningar för att åskådliggöra hur underprissättningen ser ut runt om i världen. Resultatet av deras sammanställning kan ses i tabellen nedan.

Tabell 1: Initial avkastning för 39 länder

Land	Introduktioner	Tidsperiod	Initial avkastning
Australien	381	1976-1995	12,1%
Belgien	86	1984-1999	14,6%
Brasilien	62	1979-1990	78,5%
Chile	55	1982-1997	8,8%
Danmark	117	1984-1998	5,4%
Filipinerna	104	1987-1997	22,7%
Finland	99	1984-1997	10,1%
Frankrike	571	1983-2000	11,6%
Grekland	129	1987-1994	51,7%
Hong Kong	334	1980-1996	15,9%
Indien	98	1992-1993	35,3%
Indonesien	106	1989-1994	15,1%
Iran	279	1991-2004	22,4%
Israel	285	1990-1994	12,1%
Italien	164	1985-2000	23,9%
Japan	1 689	1970-2001	28,4%
Kanada	500	1971-1999	6,3%
Kina	1 124	1992-2000	267,0%
Korea	477	1980-1996	74,3%
Malaysia	401	1980-1998	104,1%
Mexico	37	1987-1990	33,0%
Nederländerna	143	1982-1999	10,2%
Nigeria	63	1989-1999	19,1%
Norge	68	1984-1996	12,5%
Nya Zeeland	201	1979-1999	23,0%
Polen	149	1991-1998	35,6%
Portugal	21	1992-1998	10,6%
Schweiz	120	1983-2000	34,9%
Singapore	128	1973-1992	31,4%
Spanien	99	1986-1998	10,7%
Storbritannien	3 122	1959-2001	17,4%
Sverige	251	1980-1994	34,1%
Sydafrika	118	1980-1991	32,7%
Taiwan	293	1986-1998	31,1%
Thailand	292	1987-1997	46,7%
Turkiet	138	1990-1996	13,6%
Tyskland	407	1978-1999	27,7%
USA	14 840	1960-2001	18,4%
Österrike	76	1984-1999	6,5%

Källa: Ross et al. (2008)

3.4 Varför uppstår underprissättning?

Det finns en rad olika teorier till varför underprissättning vid nyintroduktioner förekommer, en del av dessa teorier är mer vanligt förekommande än andra. Det råder dock fortfarande oenighet mellan forskare inom området om vilken förklaring till underprissättning som är korrekt (Ross et al., 2008).

Sett till tidigare studier av underprissättning menar Ljungqvist (2007), att rent generellt ger teorier där den ena parten besitter mer information än den andra, det vill säga de asymmetriska informationsuppdelningsteorierna, den egenhändigt bästa förklaringen till fenomenet underprissättning. Dock poängterar Ljungqvist (2007), i likhet med Loughan och Ritter (2002), att trots många fall av underprissättning empiriskt kan förklaras av det asymmetriska informationsförhållandet mellan olika parter så kan inte detta förhållande klargöra varför så många ägare sällan verkar missnöjda med att introduceras till ett underpris och gå miste om möjligheten till ytterligare investeringar (Loughan & Ritter, 2002).

Av den anledningen anses det därför krävas ytterligare förklaringar till varför underprissättningar förekommer som dels kan förklaras av ägarnas beteenden vid nyintroduktioner men även yttre omständigheter och faktorer som spelar roll när ett företag börsnoteras (Ljungqvist, 2007).

Vidare menar Ljungqvist (2007), att det är svårt att innefatta alla teorier som har tagits fram angående underprissättning enligt en generell kategoriseringsmall. Istället är det en fråga om vilka preferenser forskaren har. Andra undersökningar som gjorts inom området har valt att gruppera olika teorier inom andra kategorier såsom Ritter & Welch (2002), valt att göra medans Saunders (1990), valt att endast fokusera på de teorier som rönt mest uppmärksamhet.

Beatty och Ritter beskrev 1986 att lägre osäkerhet kring en IPO också leder till en lägre underprissättning (Dimovski och Brooks, 2003). Det skulle således vara graden av osäkerhet som låg till grund för den initiala kursutvecklingen. Efter detta har flertalet undersökningar genomförts som syftar till att identifiera den osäkra faktorn som är avgörande för underprissättningens storlek (Dimovski och Brooks, 2003). Som exempel på faktorer som satts i relation till underprissättning nämner Dimovski och Brooks (2003), relationen till banken, storleken på omsättningen samt bolagets ålder, tillväxt och intjäningsförmåga.

3.4.1 Winner's Curse

Den kanske mest förekommande teorin till underprissättning och den teori som förklarar många av anledningarna till att nyintroduktioner genererar en så hög initial avkastning kallas för winner's curse och beskrevs första gången 1986 av forskaren Kevin Rock (Ross et al., 2007).

Winner's curse går ut på vad många forskare, däribland Ljungqvist (2007), Ritter (1998) och Saunders (1990), kallar för asymmetrisk informationsuppdelning. Rock menade på att det finns två typer av nyintroducerade aktier, bra och dåliga aktier. Asymmetrin i informationsuppdelningen leder till att det finns en liten grupp investerare som vet vilka aktier som är bra aktier och vilka som är att betrakta som dåliga medans den stora massan inte besitter den kunskapen (Saunders, 1990).

Eftersom endast ett mer eller mindre bestämt antal aktier säljs ut till ett bestämt pris leder det till att efterfrågan blir större på de bra aktierna än på de dåliga då

investerarna som har insikt endast väljer att investera i de bra aktierna. Det leder i sin tur till att den stora massan som inte har denna kunskap och investerar i alla aktier får en mindre del av de bra aktierna och en större del av de dåliga aktierna. Med risken för att råka ut för winner's curse kan den stora massan välja att dra sig från att investera om de inte blir kompenserade för den asymmetriska informationsuppdelningen. Således är detta en förklaring till varför nyintroduktioner i regel oftast är underprissatta (Ritter, 1998).

Trots att winner's curse, enligt Ritter (1998), bevisligen förekommer över nästan hela världen så kan den inte anses förklara samtliga fall av underprissättningar. I vissa undersökningar som genomförts på Singapores finansiella marknad har det dessutom hittats bevis för att winner's curse inte alls förekommer (Durukan, 2002).

3.4.2 Market feedback

En annan teori som också bygger på asymmetrisk informationsuppdelning är teorin om market feedback. Genom att erbjuda en viss del av prospektet till ett underpris kan vanliga investerare lockas till att vara med och värdera aktien och på så vis kan det verkliga värdet eller marknadsvärdet sättas. Om prospektet måste justeras upp tenderar också underprissättningen att bli högre eftersom emittenten och garanten ändå kommer att tjäna på affären genom att erbjuda resten av prospektet till marknadsvärde. Om det initiala erbjudandet däremot måste justeras ner så blir den utlovade underprissättningen också lägre då emittenten och garanten kommer vilja sätta ett så högt pris som möjligt för att inte skillnaden ska bli för stor mot det tilltänkta erbjudandet (Ritter, 1998).

Det har dock gjorts en undersökning av Espenlaub och Tonks under senare delen av 1990-talet som hävdar att market feedback-hypotesen inte håller (Durukan, 2002).

3.4.3 Monopolistisk konkurrens

Garanternas monopolistiska konkurrens är en annan anledning som har lagt grunden till ytterligare teorier om varför underprissättning uppstår. Då endast aktörer som har godkänts av diverse myndigheter har tillåtelse att bedriva handel med värdepapper kan även dessa aktörer dra fördel av sin kunskap och erfarenhet vid värderingen av det initiala publika erbjudandet. Det emitterande företaget kan i brist på andra valmöjligheter därför bli tvungna att gå med på ett lägre IPO än vad som var tänkt från början eftersom garanten till stor del sätter villkoren. Garanten säljer i sin tur aktierna på en sekundär marknad och gör en vinst på mellanskillnaden mellan vad garanten sålde aktien för respektive vad garanten betalade för aktien (Ritter, 1998).

Eftersom det i många fall endast råder ett fåtal aktörer på marknaden för IPO:s resulterar det i vad som skulle kunna liknas vid en monopolistisk konkurrens. En ökad konkurrens mellan garanterna skulle därför medföra en lägre risk för underprissättning då detta skulle ge emittenterna ett större utbud av garanter att välja mellan (Saunders, 1990).

3.4.4 Ryktesteorin

Johnson och Miller gjorde en undersökning år 1988 på marknader där det faktiskt förekom konkurrens mellan ett stort utbud av garanter. Johnson och Miller valde att studera underprissättningen samt prestigen hos garanterna och kom fram till att ju högre prestige en investmentbank eller annan garant hade, ju lägre var också underprissättningen och således ju lägre prestige hos garanten, desto högre underprissättning. Något som dessutom visade sig vara intressant i Johnsons och Millers undersökning var att om en justering för garanternas klienters, de emitterande företagens, risk gjordes så visade det sig att det inte förekom någon nämnvärd skillnad i underprissättningen mellan prestigefyllda och mindre prestigefyllda garanter (Burrowes & Jones, 2004).

Resultatet från undersökningen fick dessutom viss reliabilitet av Cisty et al. då de år 1996 kom fram till att konkurrensen mellan garanterna i alla fall var minst lika viktig som garantens rykte vid frågan om nivån på underprissättningen (Durukan, 2002).

Trots att det är svårt att mäta och kvantifiera vad som egentligen menas med prestige vore det olämpligt att avfärda ryktesteorin. Tidigare undersökningar av bland annat Beatty och Ritter har visat på en korrelation mellan olika investmentbankers rykten och underprissättning. De investmentbanker som totalt missbedömt värdet av IPO:s med stora underprissättningar som följd visade sig få en lägre tillströmning av klienter än de som värderat aktierna mer korrekt (Burrowes & Jones, 2004).

3.4.5 Lawsuit avoidence- och Due diligenceteorin

I USA kan, enligt Securities Acts of 1933 och 1934, både garanter och det emitterande företagets ledning hållas tillsvars ur ett juridiskt perspektiv om värderingen av ett företag avvikit betydligt i jämförelse med deras IPO (Saunders, 1990).

Eventuella processkostnader i samband med rättegångar kan vara avsevärt betydande för ett företag som nyligen noterats. Kostnader för sådant som advokatarvoden, den tid ledningen blir tvungna att lägga ner för att delta i rättsprocessen, försämrat rykte och uppgörelsekostnader kan bli en stor börda för bolaget. Därför kan underprissättning av IPO:s ses som en form av försäkring mot stämningsansökningar som rör en felaktig värdering av bolaget (Lowry och Shu, 2002).

För att få en rättvisande bild av ett företags värde, i USA, måste både ledningen för det emitterande företaget och garanten genomföra en så kallad due diligence enligt Security Act of 1933 (Saunders, 1990).

Sammanfattat går en due diligence ut på att en noggrann och detaljerad granskning genomförs av bolagets interna och externa information för att få fram bolagets verkliga värde. Vid ett företagsförvärv brukar det vanligtvis åligga köparen av bolaget att utföra en due diligence då processen kan liknas vid den undersökningsplikt av gods som en köpare har enligt köplagen i Sverige. Due

diligence är därför mer vanligt förkommande och omfattande inom den anglosaxiska rättsfären, framför allt i USA, eftersom köplagen i stor utsträckning även är tillämpbar vid företagsförvärv i Sverige (Nilsson et al., 2002).

För att undvika anklagelser om en felaktig värdering av företaget kan därför lawsuit avoidence- och due diligenceteorin skapa incitament för företagsledningar och värdepappersinstitut att underprissätta IPO:n och på så vis minska sannolikheten eller risken för en eventuell gruppstämning från aktieägarna (Saunders, 1990 & Ritter, 1998).

Emellertid har denna teori fått utstå kritik då den förvisso kan förklara varför underprissättning uppstår i länder där grupprättegångar och gruppstämningar är vanliga, exempelvis i USA, men dessvärre inte förklara hur det kommer sig att länder som till exempel Finland, enligt Keluharju, har haft en hög grad av underprissättning samtidigt som stämningar mot värdepappersinstitut och företagsledningar inte förekommer (Burrowes & Jones 2004).

Dessutom menar Drake och Vetsuypens att teorin faller då rättstvisterna uppkommer efter att bolaget introducerats (Durukan, 2004).

3.4.6 Signalteorin

Underprissatta aktier tenderar lämna ett gott intryck av bolaget hos investerare. Företag kan därför dra nytta av detta genom att vid framtida nyemissioner erbjuda aktier till ett högre pris än vad som annars skulle vara möjligt. Denna form av teori har använts i många olika signalteoretiska modeller som visar på att de emitterande företagen ser ”förlusten” som en underprissättning medför, som en kostnad för att marknadsföra sig själva inför kommande nyemissioner (Ritter, 1998).

Allen och Faulhaber, Grinblatt och Huang samt Welch ansåg alla i slutet på 1980-talet att företag kunde använda sig av IPO:s som ett verktyg för att signalera att företagen höll en hög kvalité. Allen och de övriga forskarna menade på att företag som hade höga underprissättningar ofta ansågs vara av bättre kvalité då de gav en hög avkastning redan i ett tidigt stadium. Detta medförde dock att företag som underprissattes avsevärt sannolikt var tvungna att göra en nyemission vid ett senare tillfälle (Durukan, 2002).

Denna teori kan sägas vara i kontrast till marknadens praktiska verklighet då signalteorin bygger på antagandet att ledningen för det emitterande företaget skulle kunna tänka sig att acceptera den inledande "förlust” som en underprissättning innebär. Huruvida detta antagande stämmer överens med verkligheten kan betraktas som osäkert med tanke på att signalerna kan misstolkas (Burowes & Jones, 2004).

Vad som enligt Ritter (1998) gör teorin tveksam är de empiriska undersökningar som visat att det inte existerar något samband mellan en initial underprissättning och en senare nyemission (Ritter, 1998).

3.4.7 Hypotesen om ägarspridning

Företag kan avsiktligt välja att underprissätta aktien för att på så vis skapa ett efterfrågeöverskott. Efterfrågeöverskottet leder till många aktieägare med små innehav vilket i sin tur leder till att aktierna blir mer likvida på marknaden och det blir således svårare för aktieägarna att utmana företagsledningen (Ritter 1998).

3.4.8 Nyckteorin

Istället för att anta att värdepappersinstitut och emittenter sätter ett för lågt pris på de nyintroducerade aktierna så har undersökningar, av bland annat Aggerwall och Rivoli från 1990 och Ritter från 1991, visat på att det snarare är en övervärdering från investerare som ligger till grund för en hög initial avkastning snarare än en systematisk underprissättning då nyintroducerade aktier tenderar till att underprestera på sikt. Det beror främst på att den effektiva marknaden så småningom rensar bort de höga förväntningarna från aktiepriset och söker ett jämviktspris som är lägre än den initiala avkastningen (Durukan, 2002).

Ett exempel på denna teori har varit att investerare som satsat kapital i företag som nyintroducerats på den amerikanska aktiebörsen i New York och sedan behållit dessa aktier efter 3 år, i regel gör en förlust med 17 cent för varje investerad dollar. Framförallt unga företag och företag som introducerats när efterfrågan på deras utbud är som störst, tillhör de företag där förväntningarna varit för högt ställda. Anledningen beror på att många företag väljer att nyintroduceras då de befinner sig i toppen av en högkonjunktur och att investerarna missbedömer framtiden (Ritter, 1991).

3.4.9 Avslutande reflektion kring teorierna

Alla ovanstående teorier kan sägas innehålla strategiska och rationella förklaringar till att emittenter i samråd med värdepappersinstitut underprissätter aktier med undantag för nyckteorin som snarare beskriver ett irrationellt agerande från investerare som en anledning till att IPO:n underpresterar över tid. Många av dessa teorier kan kritiseras eftersom de bygger på extrema slutsatser och ibland irrelevanta fall. Det kan å andra sidan hävdas att det ligger en hel del sanning i de allra flesta av dem och tendenserna till underprissättning verkar inte tyda på att avta inom den närmaste framtiden (Ritter, 1998).

3.5 Branschindelning

Det finns två stycken konkurrerande system vad gäller fördelning av bolag utefter vilken bransch de tillhör, GICS och ICB. Fördelen med att dela in bolagen efter ett standardiserat klassificeringssystem är att branscher och företag kan jämföras med varandra på ett överskådligt och förhållandevis enkelt sätt (Aktieskolan, 2010:1).

3.5.1 GICS

Samtliga bolag representerade på Nasdaq OMX Stockholm delas in efter sektor-tillhörighet. Indelningen är utformad utifrån en internationell standard benämnd GICS, Global Industry Classification Standard. GICS-standarden är utvecklad av Morgan Stanley Capital International och Standard & Poor. GICS är en utbredd

metod att kategorisera bolag med och används som klassificeringsinstrument över hela världen (Aktiespararna, 2010). GICS består av fyra nivåer vilka utgörs av; sektorer (10), branschgrupper (24), branscher (64) och delbranscher (139). Indelningen bygger på en marknadsorienterad klassificering och bolagen delas in efter vilket affärsområde som genererar mest intäkter till verksamheten. Vidare har varje sektor ett anslutet index som visar den dagliga utvecklingen för varje sektor (Nasdaq OMX, 2010:2). De tio sektorindexen är; SX10 Energi, SX15 Material, SX20 Industri, SX25 Sällanköpsvaror, SX30 Dagligvaror, SX35 Hälsovård, SX40 Finans, SX45 IT, SX50 Teleoperatörer och SX55 Kraftförsörjning (Nasdaq OMX, 2010:10).

3.5.2 ICB

ICB, Industry Classification Benchmark, är utvecklad av Dow Jones och FTSE och fungerar på ett liknande sätt som GICS (Aktieskolan, 2010:1). ICB har fyra hierarkier vilka är; industrier (10), supersektorer (19), sektorer (41) och undersektorer (114) (ICB, 2010:1). Klassificeringen har funnits sedan 2001 och har över 60 000 bolag i sin databas samt finns representerade i 72 länder (ICB, 2010:2). Skillnaden mot GICS är att ICB tillämpar en mer produktorienterad klassificering vilken utgår från bolagets produkter istället för vilken marknad bolaget verkar inom (Aktieskolan, 2010:1).

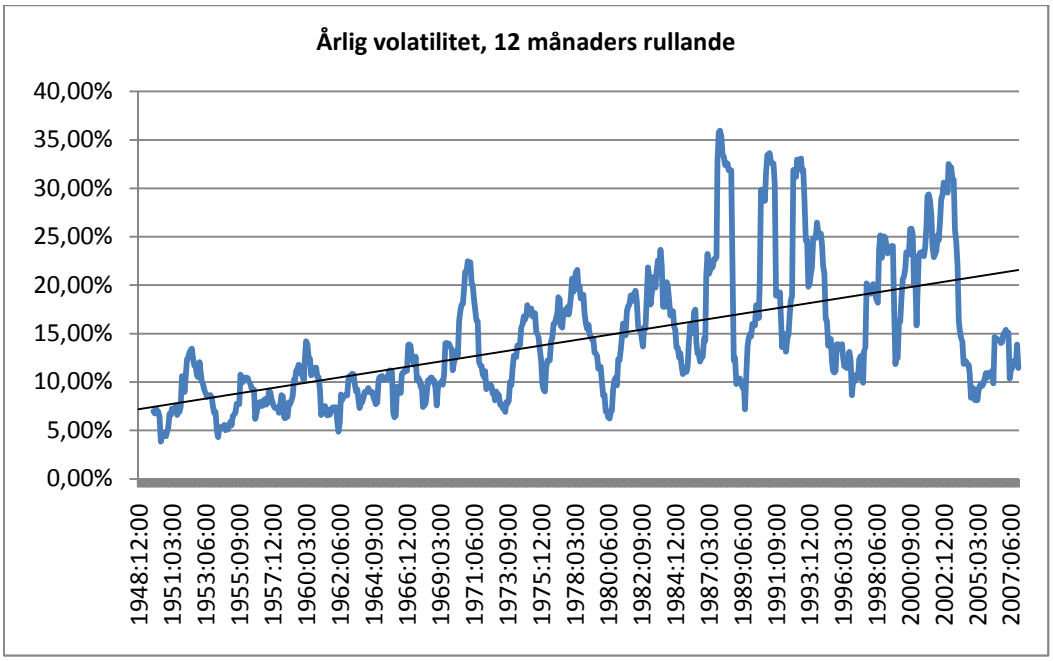
3.6 Risker

Begreppet *risk* syftar till att något icke önskvärt kan komma att inträffa. Motsatsen till risk är *chans* vilket istället återger möjligheten att något önskvärt ska inträffa. När risk kopplas till investeringssammanhang avser det sannolikheten för kapitalförlust (Aktieskolan, 2010:2). Risk kan också förklaras som möjligheten att något oväntat ska inträffa. Vid bedömning av risken används kända sannolikheter och vilka konsekvenser dessa kan få (Nordea, 2010:1). Att placera pengar i aktier är alltid förenat med risktagande. Exempelvis kan en aktie falla kraftigt på börsen samtidigt som marknaden generellt befinner sig i en stigande trend. Det blir sålunda en fråga om det rent siffermässigt går att beräkna risken för en aktie? (Hansson, 2001).

3.6.1 Volatilitet

Risk brukar vanligen kopplas till begreppet volatilitet vilket visar på hur stora kursrörelser ett finansiellt instrument har. Ordet volatil betyder flyktig eller instabil. En hög volatilitet visar följaktligen på kraftigare fluktuationer, högre osäkerhet och större risk (Aktieskolan, 2010:3). Samtidigt anger en högre volatilitet en möjlighet till större avkastning då en stigande aktiekurs samtidigt ökar dess kursrörelse och därmed också volatiliteten (Morningstar, 2010:1).

Diagram 2: Volatiliteten på Stockholmsbörsen mellan 1949-2007



Källa: http://www.aktiefinansanalys.se/varderingar/historisk_volatilitet.xls

Diagram 2 visar den historiska volatiliteten på Stockholmsbörsen från 1949 till 2007 mätt med indexet AFGX, Affärsvärldens Generalindex. Utifrån den trendlinje som visas i diagrammet är det tydligt att volatiliteten ökat på Stockholmsbörsen under perioden. Under de första 20 åren var volatiliteten aldrig över 15 procent medans de sista 25 åren har präglats av betydligt större kurssvängningar. I november 1987 uppnåddes den högsta volatiliteten vilken uppgick till 35 procent (Aktiefinansanalys, 2010).

3.6.2 Betavärde

Betavärdet visar på marknadsrisken eller marknadskänsligheten, det vill säga den enskilda aktiens påverkan från konjunktur, räntor och inflation (Aktieskolan, 2010:2). Det kan också ange risken för en sammansatt portfölj av aktier (Hansson, 2001). Enligt Olve & Samuelson (2008), åskådliggör betavärdet hur variationerna i en aktiekurs samvarierar med branschen eller ett brett aktieindex. Ett bolag med betavärdet 1,0 har en perfekt samvariation med marknaden i såväl uppgång som nedgång. Ett betavärde på 2,0 innebär således också att aktien följer marknaden men i dubbel styrka. Skulle bolaget istället ha ett negativt betavärde innebär detta att aktien stiger när börsen sjunker och tvärtom. Betavärdet är följaktligen ett mått på variationen i aktiekursen jämfört med en bransch eller ett index. Ett värde under 1,0 innebär en lägre variation än jämförelseindex (Nordea, 2010:2). Detta kan också uttryckas som att en aktie med ett betavärde understigande 1,0 går sämre än genomsnittet när marknaden går upp och bättre än genomsnittet när marknaden går ner (Morningstar, 2010:2). Sålunda indikerar ett högt betavärde på en högre risk eftersom kurssvängningarna då är större (Hansson, 2001).

3.6.3 Fundamental riskbedömning

Ett annat sätt att betrakta risken är att bortse från kursutvecklingen och istället utgå från företagets förhållanden. Om bolaget har en liten andel eget kapital och därmed låg soliditet borde detta indikera på en större risk än om motsatt förhållande föreligger. Är bolaget starkt specialiserat inom en viss produkt eller på en specifik marknad är det också en indikation på att risken kan förutsättas vara högre. Nackdelen med fundamental analys är att bedömningen tenderar att vara subjektiv och svår att siffermässigt uttrycka. Det kan därför vara lämpligt att kombinera fundamental analys med andra riskmått (Hansson, 2001).

4. Empiri

I detta kapitel presenteras resultatet av undersökningen. Skillnader och likheter mellan de undersökta åren och sektorerna belyses. Vidare behandlar kapitlet volatiliteten i sektorerna under de berörda åren.

4.1 Nyintroduktioner

Urvalet i vår undersökning består av samtliga bolag som valt att noteras på Nasdaq OMX Stockholm sedan millenniumskiftet förutsatt att de faller under definitionen nyintroduktion. Tidsomfånget sträcker sig därmed mellan perioden 2000-03-09 till 2010-03-24. Vid den undersökta tidsperioden varierar antalet introduktioner mellan åren relativt mycket, vilket åskådliggörs nedan.

Diagram 3: Antal nyintroduktioner på Nasdaq OMX Stockholm mellan 2000-2010

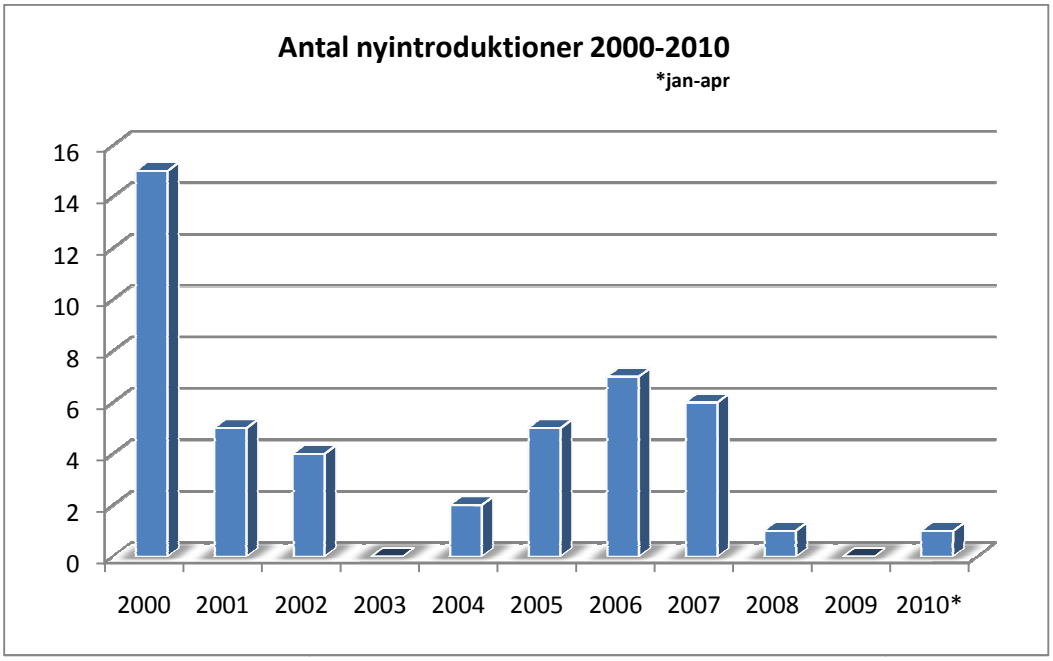


Diagram 3 visar hur antalet nyintroduktioner är fördelat på de undersökta åren. Under år 2000 uppnåddes periodens högsta resultat vad gäller antalet introduktioner då Nasdaq OMX Stockholm fick 15 nya bolag vilket motsvarar 33 procent av urvalet. Av de mer välkända bolagen som introducerades under detta år kan nämnas Telia och Eniro. Noterbart är att endast sju bolag eller 47 procent av introduktionerna idag finns kvar på Stockholmsbörsen av de bolag som valde att introducera sina aktier under år 2000.

År 2001 introducerades fem bolag på Stockholmsbörsen däribland investmentbanken Carnegie och detaljhandelsföretaget Retail and Brands. Som anledningen till nedgången, i förhållande till föregående år, nämns en sviktande konjunktur och en skakig IT-marknad (Svenska Dagbladet, 2001). Utöver Carnegie, som togs över av Riksgälden efter att Finansinspektionen drog in

tillståndet för banken (Riksgälden, 2008), är samtliga bolag fortfarande noterade på Stockholmsbörsen.

Under 2002 fortsatte antalet nyintroduktionerna avta vilket innebar att fyra bolag börsintroducerades på Nasdaq OMX Stockholm. Ett av dessa bolag var industri-koncernen Alfa Laval som efter tio års frånvaro återvände till Stockholmsbörsen (Amcoff, 2002).

Vår undersökning visar att inga bolag noterades under 2003 respektive 2009. Under 2003 led Stockholmsbörsen kraftigt efter den kraschade IT-bubblan (Ericsson, 2003) och 2009 var året då finanskrisen utraderade introduktionerna på börsen (Norberg, 2009). Som tidigare nämnts menar bedömare att antalet introduktioner tenderar att följa konjunkturen vilket i sin tur påverkar börsklimatet (Frick, 2006).

2004-2006 började nyintroduktionerna öka igen om än från låga nivåer. 2004 tillkom två nya bolag, 2005 uppgick siffran till fem och 2006 fick Stockholmsbörsen sju nya bolag. Av dessa 14 bolag visar vår undersökning att 13 fortfarande är noterade på börsen vilket motsvarar 93 procent. Unibet, Hemtex, KappAhl och Lindab var några av de bolag som valde att genomföra en börsintroduktion under de aktuella åren.

Även under 2007 visar vår undersökning på att antalet nyintroduktioner ligger på en jämförelsevis stabil nivå även om en marginell nedgång kan urskiljas jämfört med året innan. Som förklaring till nedgången nämns den skakiga aktiemarknaden som har fått flera bolag att skjuta upp planerna om en börsintroduktion tills vidare. Dessutom är intresset för att noteras på Nasdaq OMX alternativa handelsplats, First North, fortsatt stort (Rörbecker, 2007). Som jämförelse kan nämnas att First North under fick 2007 25 nya bolag vilka faller under definitionen nyintroduktioner (Dahlin et al., 2008).

Endast ett bolag genomförde en nyintroduktion på Stockholmsbörsen under 2008, vilket får betecknas som en mycket svag siffra. Bolaget som valde en börsintroduktion var DGC One AB. I bolagets prospekt motiveras introduktionen med att det är ett viktig steg mot fortsatt expansion samtidigt som det ökar kännedomen om bolaget och deras varumärke (DGC One, 2008)

År 2010 har hittills en nyintroduktion genomförts, vindkraftsbolaget Arise Windpower AB var först med en notering. Från början var tanken att Stockholmsbörsen skulle få två nya vindkraftsbolag men börsintroduktionen av O2 fick ställas in efter att nyemissionen om 3,5 miljarder inte blev fulltecknad (Lundin, 2010).

Sammantaget skedde 46 nyintroduktioner under den valda tidsperioden vilket i genomsnitt motsvarar drygt fyra introduktioner per år. Av de undersökta bolagen är 35 stycken idag alltjämt noterade på Nasdaq OMX Stockholm.

Diagram 4: Nyintroduktioner fördelat per månad under 2000-2010

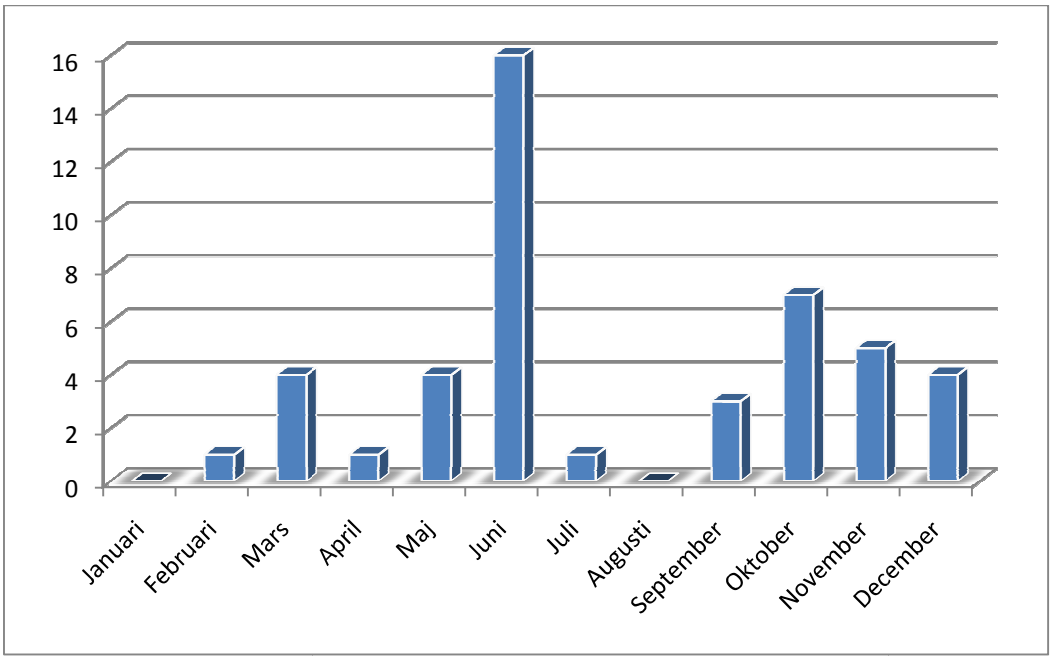


Diagram 4 visar att den vanligaste perioden för en nyintroduktion är under juni månad. Var tredje bolag som introducerats under tidsperioden 2000 till 2010 har valt att förlägga introduktionen till denna månad. Betydligt svagare månader för introduktioner får, utifrån undersökningen, anses vara januari, februari, april, juli och augusti. Däremot visar undersökningen att årets fyra sista månader är relativt populära att genomföra en introduktion under. Drygt 40 procent av nyintroduktionerna kan hänföras till dessa månader.

Vidare har samtliga nyintroduktioner inom den undersökta perioden delats in efter vilken sektor de tillhör utifrån GICS-standarden. En illustration över fördelningen visas i diagram 5. Vår undersökning visar att av de nytillkomna bolagen är sällanköpsvaror den sektor flest bolag introducerats inom. Cirka 25 procent av bolagen hamnar inom denna kategori. IT-sektorn har också under de senaste tio åren haft många nyanslutningar. Andelen bolag som fördelats till denna sektor uppgår till 20 procent. Dock är fördelningen ganska varierande över åren. De första fem åren tillkom sju av de nio IT-bolagen medan de resterande två tillkommit under de sista fem åren. Av de sektorer där antalet anslutningar är betydligt skralare återfinns energi och material. Inte några nyintroduktioner har skett inom dessa sektorer under perioden. Även inom kraftförsörjning är nytillkomna bolag få. Arise Windpower AB som nyintroducerades under mars månad 2010 var det första svenska bolag som tillkom inom sektorn.

Diagram 5: Nyintroduktioner fördelat på sektorer under 2000-2010

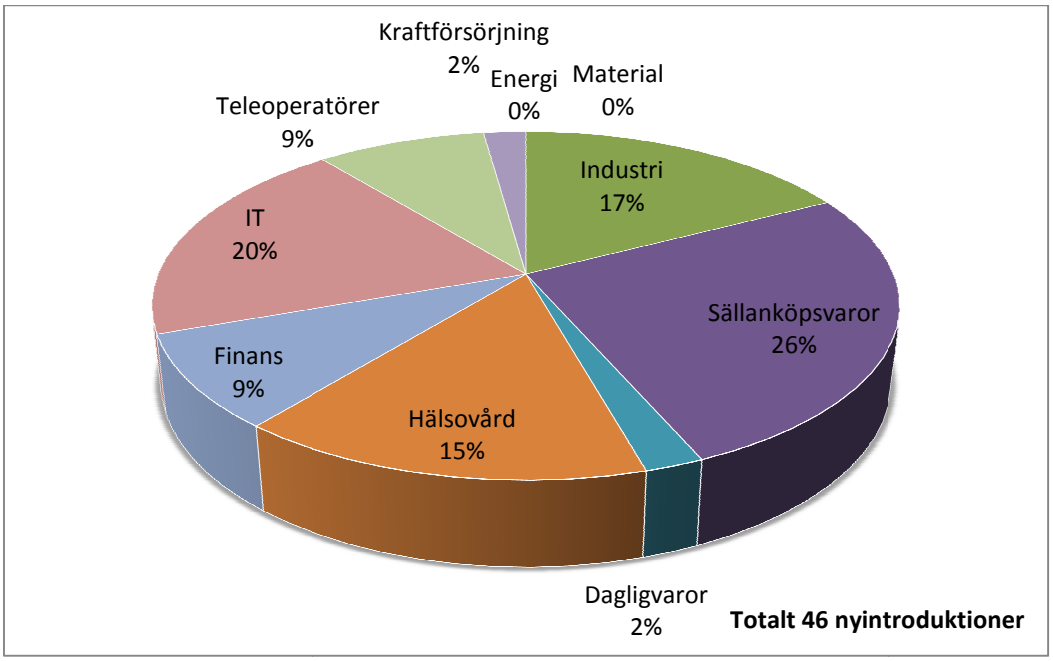
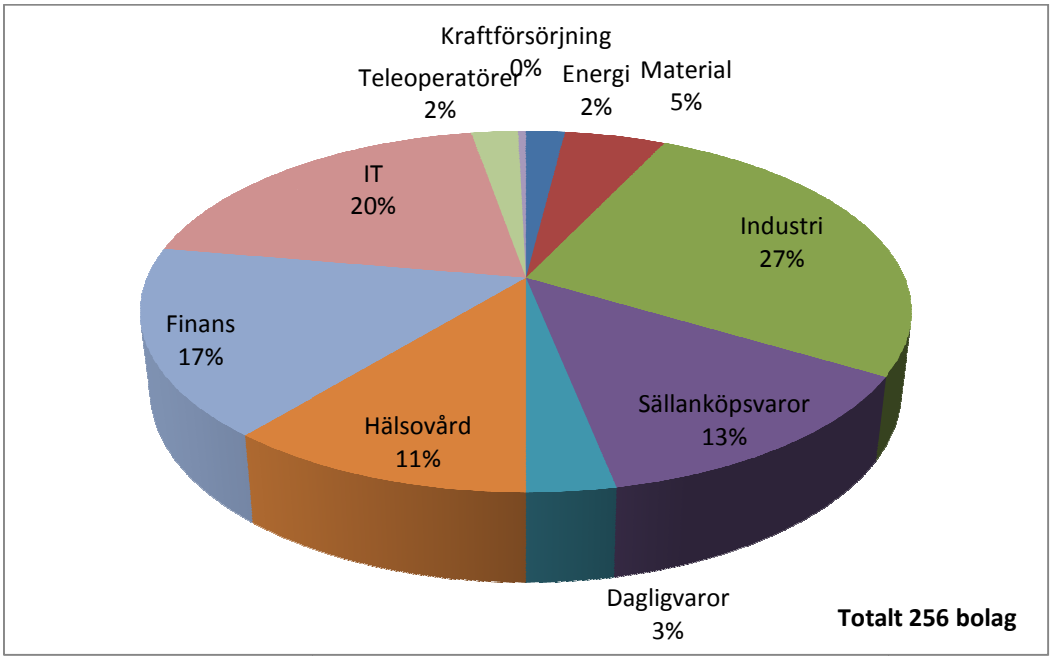


Diagram 6 visar hur den totala fördelningen ser ut på Nasdaq OMX Stockholm. Utifrån denna fördelning anser vi vårt urval vara representativt då fördelningarna inte skiljer sig avsevärt från varandra. Energi och material utgör fortsatt en mycket liten del av de noterade bolagen medan industri är den klart dominerande sektorn följt av IT och finans.

Diagram 6: Totalt antal bolag fördelat på sektorer



4.2 Underprissättning

Som ett led i att undersöka hur underprissättningen skiljer sig mellan olika sektorer har en sammanställning gjorts som visar hela utvecklingen på Nasdaq OMX Stockholm under perioden 2000-03-09 till 2010-03-24.

Diagram 7: Genomsnittlig initial kursförändring

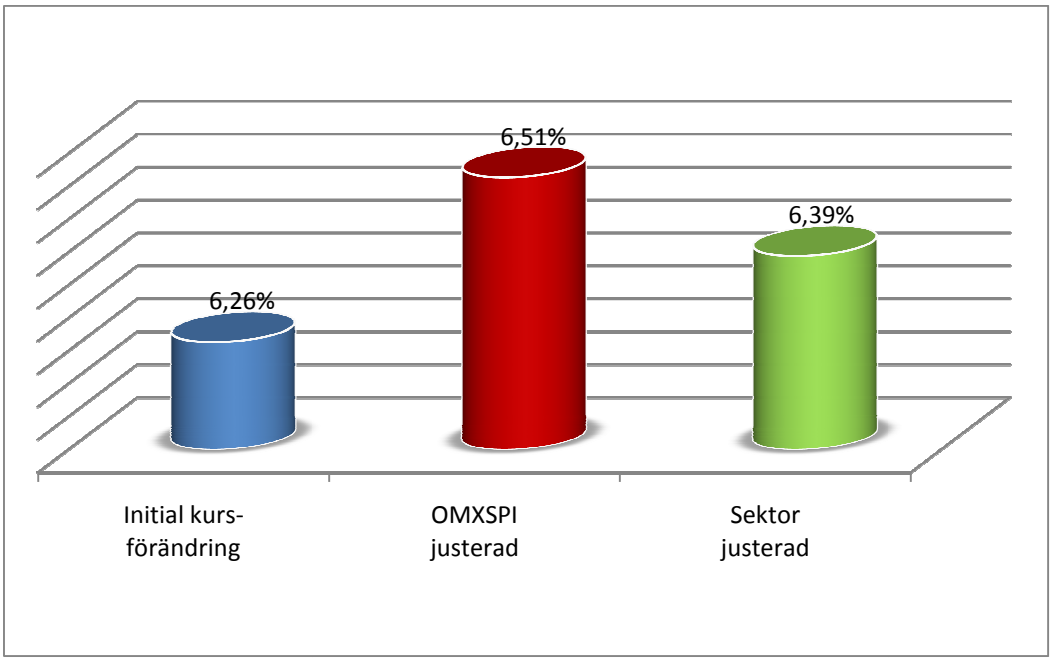
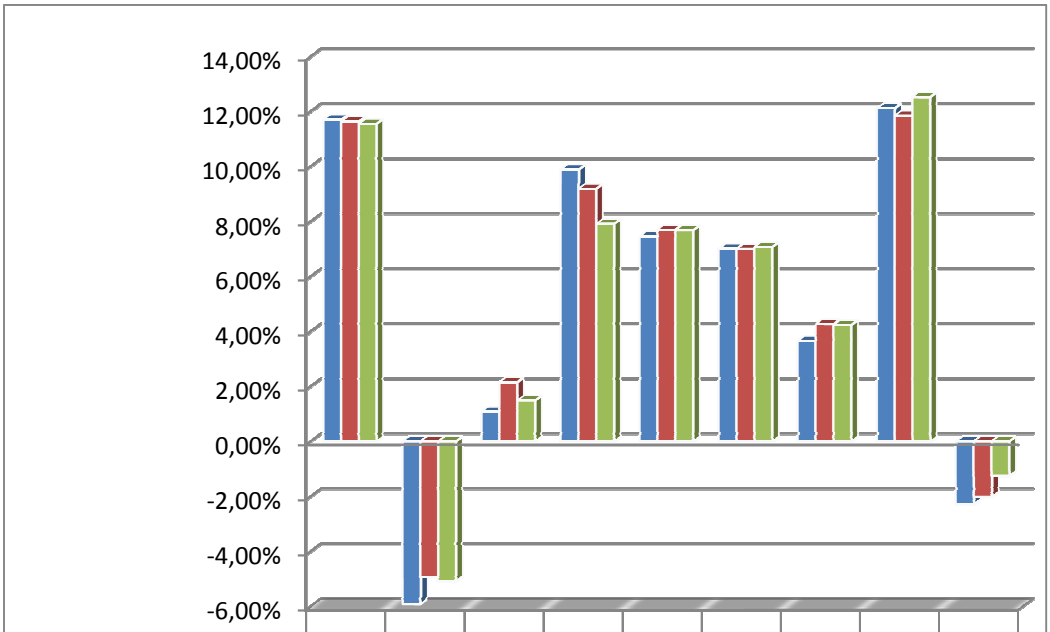


Diagram 7 visar den initiala kursförändringen som inträffar efter den första dagens handel med aktierna. Kursförändringen är ett genomsnitt av samtliga 46 bolag som genomfört en nyintroduktion sedan millenniumskiftet. Undersökningen visar att dessa bolag i genomsnitt var underprissatta med 6,26 procent. För att utröna hur aktierna utvecklats under första dagen i förhållande till branschkollegor och andra bolag noterade på Stockholmsbörsen har den genomsnittliga kursförändringen justerats mot två referensindex. Justerat mot OMXSPI, vilket är ett sammanvägt index över samtliga aktier noterade på Stockholmsbörsen, uppgår genomsnittlig initial kursförändring till 6,51 procent. Justerat mot varje enskilt bolags sektorindex visar undersökningen en genomsnittlig initial kursförändring om 6,39 procent. Med hjälp av denna information kan vi således fastslå att det förekom underprissättning på Nasdaq OMX Stockholm under dessa år. Dock visar vår studie på en relativt stor spridning i den initiala kursförändringen för urvalet. Den genomsnittliga kursförändringen under första handelsdagen mätt som medianvärdet uppgår till endast hälften av medelvärdet, det vill säga 3,12 procent. Standardavvikelsen, som är ett spridningsmått baserat på avvikelser från urvalets medelvärde ger ett värde om 17,9 procentenheter. Sammantaget visar studien på att kursförändringen efter första dagens handel ligger i intervallet; 96 procent för den aktie som var störst underprissatt till -23 procent för den aktie som visade störst överprissättning, ett intervall om 119 procentenheter. Vidare visar undersökningen att av de 46 undersökta bolagen så stiger 61 procent efter första

dagens handel, 28 procent har en negativ utveckling medans 11 procent stänger oförändrat efter första dagen.

Diagram 8 visar genomsnittlig initial kursförändring fördelat på de olika åren som undersökningen omfattar. Studien visar att kursförändringen skiljer sig åt mellan de olika åren. 2008 är det år som uppvisar störst underprissättning. Detta år är dock inte representativt då endast ett bolag nyintroducerades på Stockholmsbörsen. Detsamma gäller för 2010 och under 2004 tillkom endast två bolag. Bortsett från dessa är 2000 det år som uppvisar störst underprissättningen om 11,7 procent. Förklaringen tycks vara IT-bolaget Micronic Laser Systems AB som efter första dagens handel uppvisade en kursförändring på osannolika 96 procent. Rensat för detta bolag är underprissättningen 5,7 procent under år 2000 vilket är i paritet med den totala underprissättningen. Vidare var 2001 ett år som visar på en motsatt utveckling. Detta år är introduktionerna i genomsnitt överprissatta. Av de bolag som introducerades under året uppvisade 60 procent en negativ kursförändring. År 2005-2006 uppvisar en likartad utveckling med initiala kursförändringar om 7, 5 respektive 7 procent. Under dessa år var det endast två bolag som hade en negativ kursförändring under första handelsdagen, resterande tio bolag stängde upp eller oförändrat. 2005-2006 är också de år som ligger närmast den totala genomsnittliga kursförändringen om 6,3 procent och kan utifrån det betecknas som normalår.

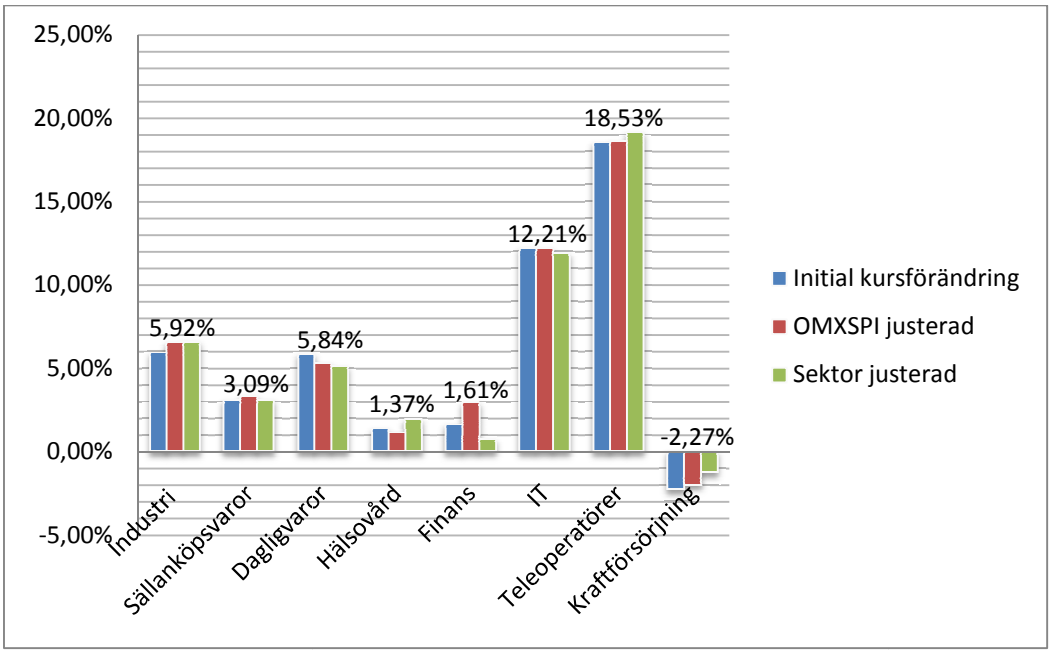
Diagram 8: Genomsnittlig initial kursförändring fördelat per år



	2000	2001	2002	2004	2005	2006	2007	2008	2010
Initial kursförändring	11,70%	-5,92%	1,08%	9,89%	7,46%	7,01%	3,65%	12,12%	-2,27%
OMXSPI justerad	11,63%	-4,94%	2,14%	9,18%	7,69%	7,00%	4,27%	11,84%	-2,01%
Sektor justerad	11,55%	-5,08%	1,49%	7,91%	7,68%	7,07%	4,23%	12,52%	-1,25%

Diagram 9 illustrerar hur underprissättningen skiljer sig mellan de olika sektorerna fördelat efter GICS-standarden. Som tidigare nämnts saknas det introduktioner inom sektorerna energi och material under vår undersökningsperiod. Vidare har endast ett bolag introducerats i dagligvaror respektive kraftförsörjning så utfallen inom dessa sektorer kan inte sägas vara representativa. Dessutom fanns inga svenska bolag noterade inom kraftförsörjning innan introduktionen av Arise Windpower AB därför har bolaget justerats mot ett nordiskt kraftförsörjningsindex, N5510EURPI. Den sektor som uppvisar störst kursförändringen efter första dagens handel är teleoperatörer. Sektorn har en genomsnittlig underprissättning om 18,5 procent och justerat för hur sektorindex utvecklades under introduktionsdagarna uppgår underprissättningen till 19,1 procent. Samtliga bolag inom sektorn teleoperatörer steg initialt under aktiens första handelsdag. Den sektor som enligt undersökningen visar på näst högst underprissättning är IT. Detta kan dock anses vara missvisande då bolaget Micronic Laser Systems AB, med en underprissättning om 96 procent, är en del av IT-sektorn. Rensat för Micronic Laser Systems uppgår underprissättningen till 1,8 procent vilket är i paritet med sektorerna hälsovård och finans. IT är också den sektor som uppvisar störst variation beräknat på den initiala kursförändringen med en standardavvikelse om 31 procentenheter. Lägst standardavvikelse har nyintroduktionerna inom industrisektorn vilken uppgår till cirka 4 procentenheter. Bolagen inom denna sektor har således haft en relativt liknande utveckling under respektive bolags första handelsdag. Industri är även den sektor som ligger närmast den totala genomsnittliga underprissättningen med en initial kursförändring om 5,9 procent.

Diagram 9: Genomsnittlig initial kursförändring fördelat per sektor



4.3 Volatilitet i sektorerna

Som tidigare nämnts har vi valt att mäta risken som är hänförlig till varje sektor utifrån vilken volatilitet respektive sektor uppvisar. Volatiliteten har beräknats på årsbasis och urvalet motsvarar 2518 handelsdagar. Perioden sträcker sig följaktligen från den första nyintroduktionen till den sista i urvalet.

Diagram 10: Volatilitet per sektor

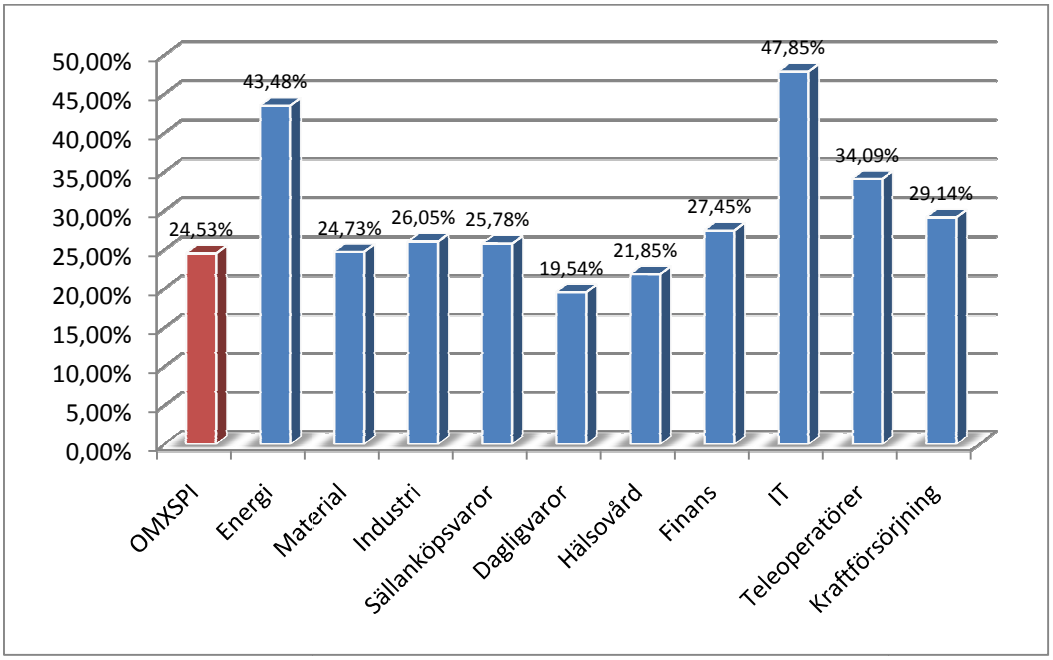


Diagram 10 visar volatiliteten vilket är ett uttryck för vilken risk som råder inom varje sektor. Aktieindexet, OMXSPI, symboliserar den genomsnittliga volatiliteten för Stockholmsbörsen under en tio års period. Vår undersökning visar att den uppgår till 24,5 procentenheter. Störst risk föreligger inom IT-sektorn vilken uppvisar en volatilitet om dryga 48 procentenheter. I ord innebär detta att historiskt sett har det förekommit synnerligen stora kurssvängningar inom IT-sektorn. Även inom energisektorn är risken att beteckna som mycket hög. I vår studie har det dock inte varit några nyintroduktioner inom denna kategori. Utöver IT och energi är sektorerna; material, industri, sällanköpsvaror, finans, teleoperatörer och kraftförsörjning alla mer riskfyllda än Stockholmsbörsen i helhet medan dagligvaror och hälsovård får betecknas som mindre riskfyllda. Volatiliteten för sektorn dagligvaror är historiskt fem procentenheter lägre än OMXSPI trots att avkastningen inom denna sektor under de senaste tio åren varit mycket god, omkring 16,5 procent i genomsnitt. För OMXSPI har motsvarande avkastning under perioden i medeltal legat kring minus två procent. Detta förklaras delvis av krisåret 2008 då OMXSPI tappade drygt 40 procent av sitt värde.

Kraftförsörjningssektorn har under stora delar av urvalets period saknat representation och därför har ett nordiskt sektorindex för kraftförsörjning använts,

vilket också redogjordes för ovan. Även detta index omfattar dock inte hela perioden. Startdatum var 2002-12-30. Därför är en jämförelse mellan kraftförsörjningssektorn och övriga sektorers volatilitet inte fullt rättvisande.

5. Analys

I detta kapitel görs en djupare analys av resultatet utifrån samverkan mellan empiri och teori. Analysen behandlar fördelningen av antalet introduktioner mellan åren och mellan sektorerna. Vidare sätts resultatet i relation till tidigare forskning och undersökningar. I kapitlet undersöks också sambandet mellan underprissättning och risk.

5.1 Nyintroduktionerna mellan 2000-2010

Som nämndes i inledningen av denna uppsats menar bedömare att antalet ny-introduktioner tenderar att följa börsklimatet. Bland annat så angav Bursell (2008) i sin analys att: *"Noteringsverksamhetens korrelation med det övergripande marknadsklimatet är tydlig under senare år"*. Rörbecker (2007) menar på att nyintroduktioner ofta skjuts upp när aktiemarknaden är osäker. Istället inväntar bolagen ett mer gynnsamt börsklimat för att genomföra en introduktion . Även Ritter (1991) hävdar att fler företag väljer att förlägga introduktionen till ett tillfälle när konjunkturen står på topp.

Vår studie visar på en relativt ojämn fördelning av nyintroduktioner under de undersökta åren. Vid en närmare analys verkar sambandet mellan börsklimat och antalet introduktioner stämma väl överens med vad som tidigare konstaterats.

Diagram 11: Sambandet mellan börsklimat och antalet nyintroduktioner

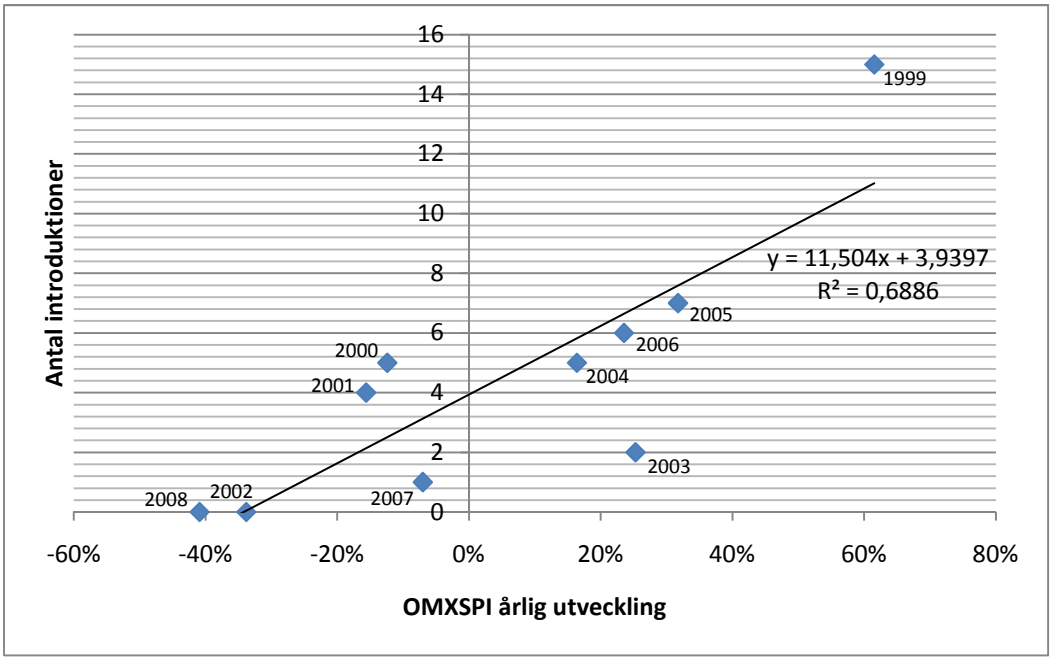


Diagram 11 visar hur sambandet mellan börsklimatet och antalet introduktioner förhåller sig under 2000 till 2009. Börsklimatet har definierats som den årliga utvecklingen av OMXSPI under de berörda åren. D'Agostino et al. (2007:1), menar att processen vid en nyintroduktion tar mellan sex till tolv månader. Vi antar därför att de bolag som exempelvis noterades 2000 har delvis fattat sitt

beslut utifrån börsklimatet 1999 och så vidare. Utifrån detta resonemang nyintroducerades 15 bolag under år 2000 efter att börsen 1999 hade stigit med 62 procent. Samtidigt fick Nasdaq OMX Stockholm inga nykomlingar 2003 och 2009. Åren innan, 2002 och 2008, rasade börsen med 34 respektive 41 procent. Sammantaget visar diagrammet en korrelation om 0,83 vilket ger en determinationskoefficient på 0,69. Vår bedömning är att detta kan tolkas som en hyfsad relation mellan börsklimatet och antalet introduktioner. Aczel & Sounderpandian (2006), skriver att en determinationskoefficient på 0,8 är att betrakta som bra medan 0,6 kan vara tillfredsställande i vissa sammanhang. Vårt värde ligger där emellan.

Vidare har även andra uppsatser visat på att börsklimatet kan ha betydelse för antalet introduktioner. Dahlin et al. (2008), har utifrån en intervju med en Certified Adviser redogjort för att nyintroduktioner emellanåt dragits tillbaka på grund av ändrade marknadsförutsättningar. Andersson & Persson (2005) har i sin undersökning kommit fram till att det föreligger starka samband mellan antalet nyintroduktioner och börsklimatet. Som grund för detta har Andersson & Persson (2005) analyserat antalet introduktioner i förhållande till AFGX, Affärsvärldens Generalindex.

Den sektor där flest bolag introducerades under perioden 2000-03-09 till 2010-03-24 var sällanköpsvaror. En, för oss, relativt överraskande siffra då sektorn totalt endast är den fjärde största på Nasdaq OMX Stockholm. Detta resulterar i att 36 procent av de bolag som tillhör sektorn sällanköpsvaror tillkom under den valda undersökningsperioden. Om detta ska liknas vi en trend ska vi dock låta vara osagt. En sådan slutsats blir med tanke på den ojämna fördelningen av introduktioner mellan åren svår att göra. Nämnvärt är däremot att under samtliga år där minst en introduktion genomfördes är sällanköpsvaror i samtliga fall utom 2008 representerad. Vidare anser vi att IT-sektorn uppvisar ett intressant resultat. Sammantaget är det den sektor där näst flest bolag tillkommit under urvalet. Antalet introduktioner inom IT-sektorn får också betecknas som väl representativt då fördelningen under urvalsperioden är densamma som den totala fördelningen på Nasdaq OMX Stockholm. Dock är skillnaden synnerligen stor fördelat på de undersökta åren. Under de fem första åren, 2000-2005 tillkom 80 procent av de IT-bolag som ingår i undersökningen medans resterande 20 procent tillkom under den senare hälften. Att investerare blivit mer skeptiska till att placera kapital i IT-bolag efter IT-bubblan kan vara en förklaring till fenomenet. Dessutom uppvisar IT-sektorn en negativ avkastning om totalt 88 procent sedan starten för undersökningen, vilket gör den till den sektorn med sämst avkastning av alla under perioden.

Dahlin et al. (2008), som bland annat har undersökt fördelningen av nyintroduktioner på handelsplattformen First North under 2006-2007 har också fått ett resultat där sektorn sällanköpsvaror är den dominerande. Följaktligen går det inte att påstå att bolag inom denna sektor i större utsträckning noteras på Nasdaq OMX Stockholm i förhållande till någon annan marknadsplats. Jerresand & Niiranen (2006) har genom sin undersökning av Stockholmsbörsen visat på att

det nyintroducerades 51 stycken IT-bolag mellan 1995 och 2005. Denna andel motsvarar nästan 50 procent av det totala antalet introduktioner under perioden. Intressant är också att 67 procent av andelen nyintroducerade IT-bolag hänför sig till åren 1995-1999. Även Jerresand & Niiranen (2006) noterar en stor andel introduktioner som ingår i sektorn sällanköpsvaror. Vårt resultat kan således inte sägas vara unikt för vårt urval.

Vidare visar resultatet att av de 46 introducerade bolagen är 11 stycken idag ej längre noterade av olika anledningar. Antalet bolag som inte längre är noterade kan inte hänföras till någon specifik sektor. Istället innefattar 91 procent av bortfallen bolag som introducerades mellan 2000 till 2002 vilket är början av vår undersökningsperiod. Under samtliga av dessa år hade börsindexet OMXSPI en negativ avkastning på årsbasis, vilket sannolikt kan påverka tålamodet hos både aktieägare, styrelse och företagsledning då vi inte håller det för osannolikt att dessa bolag fick en tung start på börsen.

5.2 Underprissättning

I empirin kunde vi påvisa att de nyintroduktioner som genomfördes under 2000-03-09 till 2010-03-24 uppvisade en initial kursförändring på 6,26 procent i genomsnitt. Således förekom underprissättning på Nasdaq OMX Stockholm under denna period vilket ytterligare styrker Ritters (1998) resonemang om att underprissättning är vanligt förekommande. Som visades i tabell 1 har Loughran, Ritter & Rydqvist (1994) sammanställt undersökningar beträffande underprissättning i 39 länder. Vår undersökning visar att underprissättningen på Nasdaq OMX Stockholm ligger i paritet med de undersökningar som genomförts i Chile, Danmark, Kanada och Österrike. Underprissättningen i dessa länder ligger inom intervallet 5,4 procent till 8,8 procent. Dock anser vi inte att vår undersökning kan sägas vara representativ för hela Sveriges aktiemarknad då den enbart tar hänsyn till Nasdaq OMX Stockholm och inte till andra marknadsplatser i Sverige.

En omfattande undersökning från 1994, gjord av Rydqvist, visar på att underprissättningen i Sverige låg på 34,1 procent mellan åren 1980-1994 (Ritter, 1998). Denna siffra är betydligt större än det resultat vi fått fram, vilket skulle kunna ha sin förklaring i att fler nyintroduktioner har undersökts under en längre tidsperiod än vår. En uppdatering av Rydqvists undersökning där tidsperioden förlängts till 2006 visar en sjunkande underprissättning motsvarande 6,8 procentenheter vilket ger en total underprissättning på 27,3 procent mellan 1980 till 2006 (Loughran, Ritter & Rydqvist, 2010).

Andersson & Persson (2005) undersökte den initiala kursförändringen för nyintroduktioner på Stockholmsbörsen under 1996 till 2003. Undersökningen omfattade 66 bolag och dessa visade en genomsnittlig underprissättning på 11,5 procent vilket också är högre i förhållande till vårt resultat.

Jerresand & Niiranen (2006) har studerat underprissättning på Stockholmsbörsens O-lista mellan 1995 till 2005. Sammanlagt undersöktes 113 börsintroduktioner

och slutsatsen blev att dessa i medeltal var underprissatta med 16,3 procent. Följaktligen uppvisar även denna studie en större underprissättning än det resultat vi har konstaterat.

Samtliga undersökningar som är refererade till ovan visar en större underprissättning än vad som är fallet under den senaste tioårsperioden. Vi tolkar detta som en indikation på att graden av underprissättning senaste åren sjunkit mot vad som tidigare konstaterats. Ytterligare tecken som påvisar detta är Rydqvists uppdaterade studie där underprissättningen sjunkit efter att fler år inkluderats. Om detta ska tolkas som en trend eller om det endast beror på tillfälligheter ska vi dock låta vara osagt.

Ross et al. (2008), hävdar att arbetet med att ta fram ett marknadsvärde på ett företag för att kunna sätta ett IPO är en mycket svår process. Ett för högt värde leder till att emissionen eventuellt inte blir fulltecknad och bolaget tvingas dra tillbaka sin börsintroduktion. Ett för lågt värde, innebär däremot att bolaget går miste om nytt kapital. Vår undersökning visar att majoriteten av de bolag som genomförde en nyintroduktion hade ett värde som understeg marknadsvärdet då 61 procent av de undersökta bolagen steg initialt. Tillbakadragandet av börsintroduktionen av vindkraftsbolaget O2, tidigare i år, kan vara ett exempel på när teckningskursen är satt för högt då emissionen inte blev fulltecknad (Lundin, 2010).

En förklaring till underprissättning som hänvisar till den rådande konjunkturen kan ges med hjälp av den så kallade nyckteorin. Nyckteorin menar på att investerare tenderar att övervärdera nyintroducerade aktier vilket leder till att aktiekursen initialt stiger (Durukan, 2002). En anledning, enligt Ritter (1991), till att investerare övervärderar en aktie kan till exempel vara en missbedömning av den rådande konjunkturen. Som vi nämnde tidigare i kapitlet tenderar börsintroduktionerna att öka när börsen befinner sig i en högkonjunktur. I och med att D'Agostino et al. (2007:1), menar på att en introduktionsprocess i regel tar mellan sex till tolv månader lämnas det utrymme för konjunkturen att förändras under tiden. Om inte investerarna följer denna utveckling kan de, enligt Ritter (1991), komma att missbedöma företagets framtid och skapa sig en övertro vilket följaktligen leder till en övervärdering av aktien. Tydligast menar vi att detta återspeglas inom IT-sektorn där underprissättningen var avsevärt mycket större under år 2000 gentemot resterande år av undersökningen. Detta kan enligt oss besvaras med hjälp av nyckteorin som en förklaring till att investerare övervärderade IT-bolagen i början av 2000-talet.

Beatty och Ritter (Dimovski & Brooks 2003) menar på att osäkerheten kring värderingen av en IPO kan kopplas samman med underprissättningen av en aktie. Ju högre osäkerheten är kring företagets IPO, desto mer måste emittenten underprissätta aktien för att få den fulltecknad. Utifrån detta resonemang visar vår studie att den sektor där det råder högst osäkerhet kring värdet av IPO:n är telekom då den är mest underprissatt av alla sektorer på Nasdaq OMX Stockholm. Även IT-sektorn uppvisar en hög underprissättning vilket borde innebära att även

där råder osäkerhet kring IPO i högre utsträckning än inom andra sektorer generellt. Lägst osäkerhet kan sägas förekomma inom sektorerna hälsovård och finans eftersom underprissättningen är lägst inom dessa sektorer.

Vidare menar vi att en annan företeelse som går att relatera till osäkerhet och risk är en ojämn fördelning vad gäller informationen mellan olika parter, det vill säga en asymmetrisk informationsuppdelning. En del investerare kan vara mer insatta inom vissa områden än andra vilket leder till att den mindre informerade parten tar en större risk än den part som besitter ett informationsövertag. I denna studie har vi valt att framför allt lyfta fram två teorier som bygger på asymmetrisk informationsuppdelning och förklarar därmed varför underprissättning förkommer. Dessa teorier är winner's curse och market feedback.

Teorin om winner´s curse menar på att investerare som inte är insatta vill ha en kompensation, en rabatt, för att vara villiga att investera kapital i ett företag som ska introduceras. Då informationsfördelningen mellan investerarna inte är likartad föreligger ett asymmetriskt informationsförhållande eftersom dessa investerare på förhand inte kan veta om det kommer att gå bra eller dåligt för företaget. Utifrån detta resonemang har vi kommit fram till att den sektor där investerare kräver störst rabatt på företagens värde för att investera sitt kapital är telekomsektorn eftersom den visar på störst underprissättning.

Vidare menar vi att det går att föra ytterligare resonemang angående det asymmetriska informationsförhållandet genom att tillämpa market feedback-hyptoesen. Enligt teorin om market feedback tenderar underprissättningen att bli störst i de sektorer där företaget kommer behöva justera upp resterande del av sitt initiala erbjudande med högst pris efter att låtit marknaden eller investerarna värdera aktien med hjälp av vidare handel av aktien. Med hjälp av denna teori skulle vi alltså kunna säga att den sektor där aktier justeras upp mest är telekom följt av IT då underprissättningen är som störst inom dessa sektorer. Något som dock begränsar denna slutsats är att vi inte kunnat undersöka hur stora delar av IPO:na som har erbjudits till ett underpris vilket gör att hela förekomsten av denna teori starkt måste ifrågasättas.

Vidare kan de olika variationerna på den initiala kursutvecklingen inom varje sektor analyseras. I empirin visade sig industrisektorn ha den lägsta variationen mätt som standardavvikelsen vilken endast uppgick till fyra procentenheter. Detta skulle kunna tyda på att en underprissättning på cirka sex procent är en allmän riktlinje för bolag som genomför nyintroduktioner inom industrin. Detta resonemang berör D'Agostino et al. (2007:1), då de menar att teckningspriset ofta bestäms genom att bland annat se till företag som tidigare genomfört nyintroduktioner inom samma bransch. Dock finns det, som tidigare nämnts, sektorer där variationerna i den initiala kursförändringen kan skilja sig avsevärt. En sådan sektor är till exempel IT med en standardavvikelse på drygt 30 procentenheter.

5.3 Sambandet mellan underprissättning och risk

Risken inom finansiell analys bedöms, som tidigare nämnts, utifrån vilken volatilitet ett finansiellt instrument har. Vi har i vår undersökning kommit fram till att det råder olika volatilitet mellan de olika sektorerna och därför kan olika sektorer sägas vara förknippade med olika risker. Störst volatilitet, där introduktioner har genomförts, visade sig föreligga inom IT-sektorn följt av telekomsektorn. Det var också inom dessa sektorer som underprissättningen visade sig vara störst. Lägst volatilitet hade sektorerna dagligvaror och hälsovård. Den senare var även den sektorn där underprissättningen visade sig vara lägst. Då inga nyintroduktioner genomförts inom sektorerna energi och material har ingen jämförelse kunnat göras. Vidare har endast en nyintroduktion skett inom dagligvaror respektive kraftförsörjning vilket enligt oss är ett för litet antal för att inkludera i analysen.

Diagram 12: Samband mellan initial kursförändring och volatilitet inom sektorerna

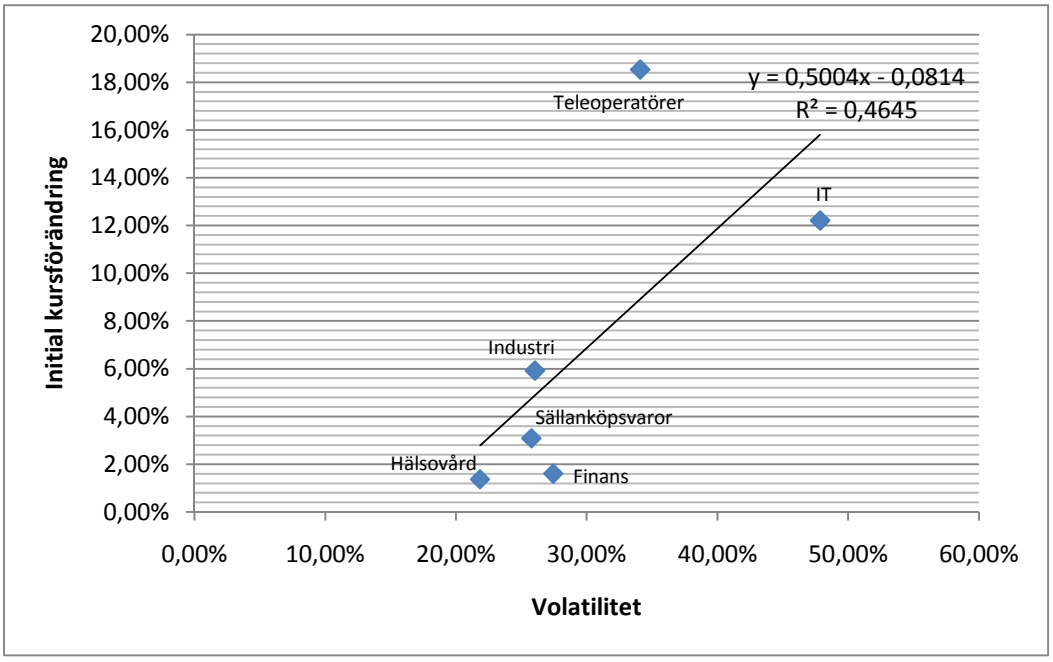


Diagram 12 visar korrelationen, det vill säga sambandet mellan två variabler, i form av volatiliteten (risken) inom varje sektor och den initiala kursförändringen (i form av underprissättningen) inom sektorerna för undersökningsperioden. En korrelationskoefficient, det vill säga lutningen på den räta linjen som dras mellan observationerna, på 1 eller -1 innebär ett perfekt positivt respektive negativt samband mellan variablerna eftersom alla observationerna i det fallet ligger längs med linjen. Däremot innebär en korrelationskoefficient på 0 att det inte existerar något samband överhuvudtaget mellan observationerna och att det istället snarare är slumpen som styr (Aczel & Sounderpandian, 2006).

Resultatet från vår studie visar att korrelationskoefficienten mellan volatilitet och initial kursförändring ligger på 0,68. Det gör att resultat placerar sig någonstans i

mitten på det positiva intervallet vilket innebär att det kan sägas existera ett visst samband, om ej ett perfekt sådant, mellan hur hög den initiala kursförändringen är och hur volatil sektorn, inom vilken det nyintroducerade företaget verkar, är. För att sedan se hur starkt sambandet är, det vill säga hur bra regressionen är, mellan variablerna måste även hänsyn tas till determinationskoefficienten. Determinationskoefficienten talar om hur väl korrelationslinjen stämmer överens med observationerna och räknas enklast ut genom att ta korrelationskoefficienten upphöjt till två. Eftersom korrelationskoefficienten endast kan anta ett värde mellan -1 och 1 betyder det att determinationskoefficienten endast kan anta ett värde mellan 1 och 0. Enligt Aczel & Sounderpandian (2006) innebär ett värde på 1 att 100 procent av observationerna kan förklaras med hjälp av sambandet mellan variablerna medans ett värde på 0 betyder att observationerna inte alls har något samband. Resultat från vår studie ger oss en determinationskoefficient på 0,46 vilket betyder att endast 46 procent av de observerade initiala kursförändringarna kan förklaras med hjälp av sektorernas volatilitet. Aczel & Sounderpandian (2006) nämner dock vidare att en regression på 50 procent, eller lägre, får ses som ett väldigt svagt samband och inte bör användas för att prognostisera utgången för framtida observationer eftersom sambandet lämnar en allt för stor plats åt felavvikelser.

Utifrån våra studier har vi med hjälp av resonemangen i det här kapitlet kunnat påvisa att investerare till viss del kräver en slags rabatt på nyintroduktioner som är förknippade med viss osäkerhet. I den här studien utgörs denna osäkerhet av risken, volatiliteten, som råder inom varje sektor. För att investerare ska placera kapital i bolag inom mer riskfyllda sektorer såsom IT och telekom kräver de ett incitament i form av större rabatter för att erbjudandet ska vara intressant. Vi har dock endast kommit fram till att detta samband har förkommit historiskt sett i viss mån och kan därför endast sägas förklara vissa enskilda fall. Således kan vi därför inte dra slutsatsen att underprissättning endast beror på hur riskfylld en godtycklig sektor är utan vi anser även att det måste föreligga andra faktorer som måste tas i beaktande för att förklara underprissättningen på Nasdaq OMX Stockholm.

6. Slutsatser

I detta kapitel redogörs för de slutsatser som framkommit med hjälp av empirin, teorin och analysen. Vidare belyses undersökningens brister och begränsningar. Avslutningsvis diskuteras förslag på vidare studier inom ämnet.

6.1 Slutsats

- ***Hur ser utvecklingen av underprissättning ut år 2000 till 2010 mellan sektorerna inom GICS-systemet på Nasdaq OMX Stockholm?***

Vår undersökning har visat att det föreligger en viss skillnad vad gäller underprissättning inom de olika sektorerna under perioden 2000-03-16 till 2010-03-24. Störst underprissättning föreligger inom sektorn teleoperatörer där fyra nyintroduktioner genomfördes och där en betydande del av dessa kan hänföras till år 2000. Den genomsnittliga underprissättningen uppgår inom sektorn till 18,5 procent. Samtliga introduktioner inom teleoperatörer har en positiv initial kursförändring efter första dagens handel.

IT-sektorn uppvisar också en hög underprissättning med ett medeltal på drygt 12 procent. Inom denna sektor är variationerna dock mycket stora vilket kan tydliggöras med ett medianvärde som endast uppgår till 1,3 procent baserat på nio nyintroduktioner. IT-sektorns utveckling över åren är också tydlig med en betydande underprissättning under år 2000 vilket senare övergår till en överprissättning där flera av bolagens aktiekurser initialt sjunker. Marknadens tro på bolag inom IT-sektorn kan enligt vår uppfattning sägas försämrats med åren.

Industri är den sektor som visar på lägst variation där medelvärde och medianvärde i stort sett sammanfaller, 5,9 respektive 5,6 procent och där den lägsta standardavvikelsen i förhållande till jämförda sektorer återfinns. Sju av åtta bolag som introducerades inom sektorn visar en underprissättning. Introduktionerna är relativt jämnt fördelade över den undersökta perioden.

Inom sektorn sällanköpsvaror nyintroducerades tolv bolag vilket är flest antal inom en enskild sektor. Underprissättningen uppgick i genomsnitt till 3 procent för bolagen inom sällanköpsvaror. Dock är variationen stor vad gäller bolagens utveckling under den första handelsdagen. Fem introduktioner visar en negativ utveckling under första dagens handel, två bolag stänger oförändrat medan resterande fem är underprissatta. Den övervägande delen av underprissatta bolag kan hänföras till de sista fem åren.

Sektorerna hälsovård och finans visade på lägst underprissättning med medeltal på 1,4 respektive 1,6 procent. Inom hälsovård genomfördes sju introduktioner och för finans var motsvarande siffra fyra. Introduktionerna inom båda dessa sektorer är jämnt fördelade över åren och likaså variationerna i utvecklingen under första dagens handel.

Sektorn dagligvaror underprissattes med 5,84 procent men då endast en introduktion genomfördes inom sektorn säger det mer om bolaget än om själva

sektorn. Även kraftförsörjningssektorn hade endast en introduktion men detta bolag visade en överprissättning på 2,3 procent och sjönk således initialt. Sektorerna energi och material saknade dessvärre helt representation under de undersökta åren.

Avslutningsvis kan vi påstå att det förekom vissa skillnader i underprissättning mellan de olika sektorerna. Den totala underprissättningen uppgick till 6,26 procent baserat på 46 undersökta bolag. Sektorerna IT och teleoperatörer visade än högre underprissättning än genomsnittet medans övriga har ett medeltal lägre än det totala genomsnittet.

- ***Förekommer det ett samband mellan risken, mätt som volatiliteten, inom de olika sektorerna och graden av underprissättning på Nasdaq OMX Stockholm?***

Studien visar på att något tydligt samband mellan risken inom varje sektor och graden av underprissättning är svår att påvisa. Däremot finns det enskilda fall som väl uppfyller ett sådant mönster. Inom de sektorer där fler än en nyintroduktion genomfördes visar IT-sektorn och teleoperatörer på högst volatilitet. Dessa sektorer har också den högsta genomsnittliga underprissättningen. Hälsovårdssektorn uppvisar på samma sätt lägst volatilitet och samtidigt den lägsta underprissättningen. Avvikelsen kan främst hänföras till finanssektorn där volatiliteten får betraktas som hög i förhållande till underprissättning. Undersökningen visar på en korrelation mellan risk och storlek på underprissättning motsvarande 0,68 vilket ger en determinationskoefficient på 0,46. Totalt sett ger detta resultat därför inget entydigt samband mellan underprissättning och risk men vi kan samtidigt inte heller förkasta att risken är en bidragande orsak till förekomsten av underprissättning på Nasdaq OMX Stockholm. Beatty & Ritters resonemang om att en lägre osäkerhet kring värderingen av IPO renderar ett lägre behov för underprissättning kan därför inte utesluta teorier som berör olika typer av risk (Dimovski & Brooks 2003). Teorier som exempelvis winner's curse, där investerare kräver en rabatt eller kompensation för investeringar som är förknippade med viss osäkerhet, skulle därför kunna förklara varför sektorer med högre volatilitet emellanåt uppvisar större underprissättning än andra. Vår slutsats är därför att resultatet bör användas som en indikation eller som en del av en betydligt mer omfattande analys då vi endast har kommit fram till att vi inte kan förkasta, men inte heller fastslå, med säkerhet sektorriskens påverkan på underprissättningen.

6.2 Undersökningens begränsningar

Några av de sektorer som undersökts och analyserats i denna uppsats har en obefintlig eller mycket svag representation i form av nyintroduktioner. Sektorerna energi och material har helt saknat introduktioner under den aktuella perioden. Därför har inte någon analys av dessa sektorer kunnat genomföras. Vidare har även sektorerna dagligvaror och kraftförsörjning endast haft en introduktion var vilket får ses som en allt för svag representation för att kunna göra en rimlig bedömning av dem. Kraftförsörjningssektorn saknade dessutom svensk

representation fram till den 24 mars 2010 och har därför justerats mot ett nordiskt kraftförsörjningsindex. Startdatum för detta index var 2002-12-30 vilket motsvarar en kortare period än övriga undersökta sektorindex.

Undersökningen har enbart gjorts utifrån en kvantitativ ansats. Några djupgående analyser av enskilda observationer har därför inte kunnat genomföras. En sådan forskning härrör sig till den kvalitativa ansatsen vilket inte behandlats i denna studie.

6.3 Förslag till vidare forskning

Under studiens förlopp har nya tankar och funderingar löpande uppkommit. En jämförande studie mellan olika marknadsplatser, rörande underprissättning, för att urskilja om skillnader och eventuellt likheter kan utrönas anser vi vara av intresse. Ett exempel inom området skulle vara att undersöka om underprissättningen skiljer sig mellan börser och handelsplattformar. Då handelsplattformar i regel riktar sig till mindre tillväxtbolag och börser till mer etablerade bolag skulle en sådan undersökning även kunna ge svar på eventuella skillnader baserat på bolagens storlek. En analys med utgångspunkt ur ett riskperspektiv skulle mycket väl kunna implementeras i sådan forskning i syfte att informera både investerare som emittenter.

Vi har även reflekterat över vad forskning inom den kvalitativa metoden skulle kunna bidra till. En studie koncentrerad till några få bolag som genomfört nyintroduktioner skulle kunna bidra till att mer djupgående förklara hur värderingen och således teckningspriset på deras aktier utarbetats. En sådan undersökning skulle med fördel kunna omfatta intervjuer med både emittenter och värdepappersinstitut då ett nära samarbete mellan dessa vanligen föranleder introduktionskursen.

Källförteckning

Tryckta källor

Aczel, A. & Sounderpandian, J. (2006) *Complete Business Statistics*. International Edition. New York: McGraw-Hill.

Andersen, I. (1998) *Den uppenbara verkligheten. Val av samhällsvetenskaplig metod.* Lund: Studentlitteratur

Befring, E. (1994) *Forskningsmetodik och statistik*. Lund: Studentlitteratur.

Bjereld, U., Demker, M. & Hinnford, J. (2002) *Varför vetenskap?* Lund: Studentlitteratur.

Christensen, L. (2001) *Marknadsundersökning: en handbok*. Lund: Studentlitteratur

Hansson, S. (2001) *Aktier, Optioner, Obligationer En introduktion*. Lund: Studentlitteratur

Nilsson et al. (2002) *Företagsvärdering med fundamental analys*. Lund: Studentlitteratur.

Olve, N. & Samuelson, L. (2008) *Controllerhandboken*. Malmö: Liber.

Ross et al. (2008) *Modern Financial Management*. International Student Edition. New York: McGraw-Hill.

Wiedersheim-Paul,F. & Eriksson, L. (2001) *Att utreda forska och rapportera*. Malmö: Liber.

Utredningar

Kapitalbarometern 2008, Finansinspektionen (2009) Adress: http://www.fi.se/upload/43_Utredningar/50_Statistik/10_Kapitalbarometern/2008/Kapitalbarometern_2008NY.pdf (Hämtad 2010-04-20 kl 08.30)

Kapitalbarometern 2009, Finansinspektionen (2010) Adress: http://www.fi.se/upload/43_Utredningar/50_Statistik/10_Kapitalbarometern/2009/Kapitalbarometern%202009%20version%2035.pdf (Hämtad 2010-04-20 kl 09.00)

D'Agostino, R., Hellgren, P. & Fröderberg, V. (2007:1) *Processen vid nyintroduktioner och emissioner*. Adress: http://www.fi.se/upload/20_Publicerat/30_Sagt_och_utrett/10_Rapporter/2007/Rapport2007_11.pdf (Hämtad 2010-05-10 kl 08.15)

D'Agostino, R., Hellgren, P. & Fröderberg, V. (2007:2) *Emissioner och nyintroduktioner – fungerar skyddet för investerarna?* Adress: http://www.fi.se/upload/20_Publicerat/30_Sagt_och_utrett/10_Rapporter/2007/Rapport2007_12.pdf (Hämtad 2010-05-10 kl 09.00)

Vetenskapliga artiklar

Burrowes, A. & Jones, K. (2004) Initial Public Offerings: Evidence from the UK. *Managerial Finance, Vol. 30, p. 46-62.*

Durukan, M. B. (2002) The Relationship Between IPO Returns and Factors Influencing IPO Performence: Case of Istanbul Stock Exchange. *Managerial Finance, Vol. 28, p. 18-37.*

Dimovski, W. & Brooks, R. (2003) Do you really want to ask an underwriter how much money you should leave on the table? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, Volume 14, Issue 3, p. 267-280*

Ibbotson, R. (1975) Price performence of common stock new issues. *Journal of Financial Economics, Vol. 2, p. 235-272.*

Ljungqvist, A. (2007) IPO Underpricing. *Handbook Of Corporate Finance*, Vol. 1, Ch. 7, p. 482-506.

Loughan, T. & Ritter, J. (2002) Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs? *Review of Financial Studies Vol. 15, p. 413-443.*

Loughran, T. Ritter, J. & Rydqvist K. (1994) Initial Public Offerings: International Insights. *Pacific-Basin Finance Journal, Volume 2, p. 165-199. Updated March 16, 2010*

Lowry, M. & Shu, S. (2002) Litigation risk and IPO underpricing. *Journal of Financial Economics, Vol. 65, p. 309-335.*

Ritter, J. (1991) The Long-Run Performance of Initial Public Offerings. *Journal of Finance Vol. 46, No. 1, p. 3-27.*

Ritter, J. (1998) Initial Public Offerings. *Contemporary Finance Digest Vol. 2, No 1, p. 5-30.*

Ritter, J. & Welch, I. (2002) A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations. J*ournal of Finance Vol. 57, No. 4, p. 1795-1828.*

Saunders, A. (1990) Why Are So Many New Stock Issues Underpriced? *Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review, Issue Mar, p. 3-13.*

Prospekt

Systemair (2007) *Inbjudan till förvärv av aktier i Systemair A.* Adress: http://www.fi.se/templates/ProspektFile.aspx?guid=110193A1-CA1F-499E-B3A4-3883E488C6EC (Hämtad 2010-04-19 kl 17.00)

DGC One (2008) *Inbjudan till teckning av aktier i DGC One AB (Publ)*. Adress: http://www.fi.se/templates/ProspektFile.aspx?guid=7C4A07ED-E67D-4343-A113-AB6B2DAB2906 (Hämtad 2010-04-13 kl 10.30)

Elektroniska källor

Aktiefinansanalys (2010) *Historisk volatilitet på Stockholmsbörsen*. Adress: http://www.aktiefinansanalys.se/historisk_volatilitet.htm (Hämtad 2010-05-10 kl 12.30)

Aktieskolan (2010:1) *Branschindelning.* Adress: http://www.aktieskolan.se/pages/gics.php?select=aktieskola (Hämtad 2010-05-09 kl 20.00)

Aktieskolan (2010:2) *Risk.* Adress: http://www.aktieskolan.se/pages/risk.php?select=aktieskola (Hämtad 2010-05-09 kl 22.15)

Aktieskolan (2010:3) *Volatilitet*. Adress: http://www.aktieskolan.se/pages/volatilitet.php?select=aktieskola (Hämtad 2010-05-10 kl 08.45)

Aktiespararna (2010) *Olika listor*. Adress: http://www.aktiespararna.se/lar-dig-mer/Grundskolor/Aktiekunskap/Olika-listor/ (Hämtad 2010-04-30 kl 13.30)

Aktietorget (2010) *Lista ditt bolag*. Adress: http://www.aktietorget.se/CompanyListing.aspx?Language=1 (Hämtad 2010-04-30 kl 13.45)

Amcoff, E. (2002) *En historisk börsvecka*. (Retriever, Göteborgs-Posten 2002-05-19)

Avanza Bank (2010) *Frågor och svar.* Adress: https://www.avanza.se/aza/events/kampanj.jsp?id=10580 (Hämtad 2010-04-30 kl 16.00)

Bursell, J. (2008) *Noteringstorka på Stockholmsbörsen*. Adress: http://www.e24.se/business/bank-och-finans/noteringstorka-pa-stockholmsborsen_970387.e24 (Hämtad 2010-04-18 kl 09.00)

Ericsson, N. (2003) *Lundaföretag först in på börsen i år*. (Retriever, Sydsvenskan 2003-08-07)

Finansinspektionen (2010:1) *Börser och aktiehandel.* Adress: http://www.fi.se/Templates/NewsLetterPage____8730.aspx (Hämtad 2010-04-30 kl 12.00)

Finansinspektionen (2010:2) *Prospekt*. Adress: http://www.fi.se/Templates/ListPage____11135.aspx (Hämtad 2010-04-19 kl 16.45)

Finansinspektionen (2010:3) *Prospektregistret.* Adress: http://www.fi.se/Templates/Page_Prospekt____6656.aspx (Hämtad 2010-04-19 kl 17.00)

Finansinspektionen (2008:1) *Återkallelse av NGM:s tillstånd*. Adress: http://www.fi.se/upload/45_Sanktioner/10_Finansiella_foretag/ngm/beslut.pdf (Hämtad 2010-04-30 kl 15.00)

ICB (2010:1) *ICB Structure*. Adress: http://www.icbenchmark.com/icb_structure.html (Hämtad 2010-05-09 kl 20.15)

ICB (2010:2) *ICB Product Info*. Adress: http://www.icbenchmark.com/product_info.html (Hämtad 2010-05-09 kl 20.30)

Lundin, K. (2010) O2 öppnar plånboken. (Retriever, Dagens Industri 2010-04-13)

Morningstar (2010:1) Sökord: *Volatilitet*. Adress: http://www.morningstar.se/Help/Morningstar/Dictionary.aspx (Hämtad 2010-05-09 kl 19.45)

Morningstar (2010:2) Sökord: *Beta.* Adress: http://morningstar.se/Help/Morningstar/Dictionary.aspx (Hämtad 2010-05-09 kl 20.00)

Nasdaq OMX (2010:1) *Equities*. Adress: http://www.nasdaqomx.com/listingcenter/nordicmarket/equities/ (Hämtad 2010-05-03 kl 13.00)

Nasdaq OMX (2010:2) *Sector Classification*. Adress: http://www.nasdaqomx.com/whatwedo/servicesforcompanies/nordicmarket/visibility/Sector_Classification/ (Hämtad 2010-05-03 kl 15.00)

Nasdaq OMX (2010:3) *Historiska kurser*. Adress: http://www.nasdaqomxnordic.com/index/historiska_kurser/?Instrument=SE0000743841 (Hämtad 2010-04-13 kl 12.00)

Nasdaq OMX (2010:4) *Changes to the list.* Adress: http://nordic.nasdaqomxtrader.com/newsstatistics/corporateactions/Stockholm/Changes_to_the_List/ (Hämtad 2010-04-10 kl 10.15)

Nasdaq OMX (2010:5) *Om First North*. Adress: http://www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth/omoss/ (Hämtad 2010-04-30 kl 16.15)

Nasdaq OMX (2010:6) *Listing Center*. Adress: http://www.nasdaqomx.com/listingcenter/firstnorth/ (Hämtad 2010-04-30 kl 16.30)

Nasdaq OMX (2010:7) *Listing at Our Exchanges*. Adress: http://nasdaqomx.com/listingcenter (Hämtad 2010-05-03 kl 12.30)

Nasdaq OMX (2010:8) *Regler & föreskrifter*. Adress: http://www.nasdaqomx.com/listingcenter/nordicmarket/rulesandregulations/ (Hämtad 2010-05-03 kl 12.30)

Nasdaq OMX (2010:9) *Newsletter January.* Adress: http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/57/57204_090113_Newsletter__January_Eng.pdf (Hämtad 2010-05-03 kl 13.15)

Nasdaq OMX (2010:10) *Index.* Adress: http://www.nasdaqomxnordic.com/index (Hämtad 2010-05-03 kl 15.45)

NGM (2010:1) *Välkommen till den moderna börsen.* Adress: http://www.ngm.se/ (Hämtad 2010-04-30 kl 14.45)

NGM (2010:2) *Välkommen till Nordic MTF.* Adress: http://www.nordicmtf.se/ (Hämtad 2010 -04-30 kl 15.00)

Norberg, E. (2009) *Rekordfå bolag vill in på börsen*. (Retriever, Svenska Dagbladet 2009-04-17)

Nordea (2010:1) *Risk.* Adress: http://www.nordea.se/Privat/Spara%2boch%2bplacera/Verktyg%2boch%2bhj%c3%a4lpmedel/Risk%2bdel%2b5/1134162.html (Hämtad 2010-04-18 kl 13.30)

Nordea (2010:2) *Terminologi*. Adress: http://funds.nordea.com/swe/services/funds/dictionary.asp?navi=glossary (Hämtad 2010-04-18 kl 13.45)

Nordea (2010:3) *Beräkningsgrunden för nyckeltalen*. Adress: http://funds.nordea.com/swe/services/funds/news/20040930_2.ASP?navi=glossary&item=keyfigure (Hämtad 2010-04-18 kl 14.00)

PricewaterhouseCoopers (2010) *Marknadsnotering*. Adress: http://www.pwc.com/se/sv/marknadsnotering/marknadsnotering-marknadsplats.jhtml (Hämtad 2010-04-30 kl 12.45)

Riksgälden (2008) *Händelseförloppet i hanteringen av Carnegie*. Adress: https://www.riksgalden.se/dokument/Riksg%C3%A4ldskontoret%20och%20statsfinanserna/Finansiell%20stabilitet/Bankstod/H%C3%A4ndelsef%C3%B6rloppet%20i%20Carnegie_081114.pdf (Hämtad 2010-04-25 kl 22.00)

Rörbecker, M. (2007) *Skakig börs ger färre introduktioner*. (Retriever, Göteborgs Posten 2007-12-20)

Svenska Dagbladet (2001) *Glest i leden av börsdebutanter*. (Retriever, 2001-12-27)

Uppsatser

Dahlin, M., Söderström, J. & Vulkan, J. (2008) *Nyintroduktioner på First North*. Handelhögskolan vid Göteborgs Universitet

Andersson, E. & Persson L. (2005) *Nyintroduktioner*. Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet

Jerresand, D. & Niiranen, M. (2006) *Börsintroduktioner - En eventstudie av variationer mellan introduktionskurs och öppningskurs hos börsintroduktioner på Stockholmsbörsens O-lista åren 1995 till 2005*. Södertörns Högskola

Bilaga: Nyintroduktioner på Nasdaq OMX Stockholm 2000-03-09 till 2010-03-24

Företag	*Datum*	*Sektor*	*GICS*	*Introduktions-kurs*	*Stängnings-kurs*	*Initial kurs-förändring*	*OMXSPI justerad*	*Sektor justerad*	*Omsättning*	*Antal avslut*
Micronic Laser Systems AB	2000-03-09	IT	SX45PI	105,0 kr	205,5 kr	95,71%	95,34%	96,42%	187 519 164 kr	1287
Tele1 Europe Holding AB	2000-03-16	Teleoperatörer	SX50PI	161,0 kr	207,0 kr	28,57%	29,21%	33,93%		
JC AB	2000-04-19	Sällanköpsvaror	SX25PI	60,0 kr	53,0 kr	-11,67%	-14,57%	-15,26%		
Mekonomen AB	2000-05-29	Sällanköpsvaror	SX25PI	110,0 kr	113,0 kr	2,73%	2,12%	2,32%	20 197 759 kr	278
Viking Telecom AB	2000-05-30	Teleoperatörer	SX50PI	29,0 kr	37,5 kr	29,31%	26,23%	21,41%		
Scandinavia Online AB	2000-06-07	IT	SX45PI	115,0 kr	124,0 kr	7,83%	8,55%	8,95%		
Telia AB	2000-06-13	Teleoperatörer	SX50PI	85,0 kr	88,5 kr	4,12%	7,16%	8,70%	20 362 678 427 kr	11824
Axis AB	2000-06-27	IT	SX45PI	38,0 kr	38,5 kr	1,32%	3,10%	3,94%	76 942 561 kr	701
PyroSequencing AB	2000-06-30	Hälsovård	SX35PI	100,0 kr	102,0 kr	2,00%	-0,25%	1,77%		
Tripep AB	2000-07-14	Hälsovård	SX35PI	90,0 kr	99,0 kr	10,00%	8,94%	11,68%		
Jobline International AB	2000-09-15	Sällanköpsvaror	SX25PI	70,0 kr	63,0 kr	-10,00%	-8,25%	-9,40%		
AudioDev AB	2000-09-21	IT	SX45PI	63,0 kr	66,0 kr	4,76%	7,11%	10,59%		
Eniro AB	2000-10-10	Sällanköpsvaror	SX25PI	84,0 kr	84,0 kr	0,00%	-0,28%	-0,23%	1 728 306 475 kr	634
ORC Software AB	2000-10-19	IT	SX45PI	120,0 kr	145,0 kr	20,83%	16,73%	11,25%	59 052 400 kr	262
NeoNet AB	2000-10-20	Finans	SX40PI	20,0 kr	18,0 kr	-10,00%	-6,63%	-12,86%	1 800 000 kr	19
Carnegie & Co AB	2001-06-01	Finans	SX40PI	115,0 kr	133,0 kr	15,65%	16,52%	15,96%		
BTS Group AB	2001-06-06	Industri	SX20PI	57,0 kr	59,0 kr	3,51%	4,61%	3,98%	13 411 600 kr	62
BioInvent International AB	2001-06-12	Hälsovård	SX35PI	62,0 kr	52,0 kr	-16,13%	-14,47%	-15,43%	39 153 550 kr	186
Retail and Brands AB	2001-06-26	Sällanköpsvaror	SX25PI	38,0 kr	29,3 kr	-22,89%	-22,25%	-21,27%	1 726 300 kr	42
Vitrolife AB	2001-06-26	Hälsovård	SX35PI	40,0 kr	36,1 kr	-9,75%	-9,10%	-8,63%	19 539 730 kr	136
Alfa Laval AB	2002-05-17	Industri	SX20PI	91,0 kr	98,0 kr	7,69%	7,15%	8,10%	2 369 221 672 kr	1121
Intrum Justitia AB	2002-06-07	Industri	SX20PI	47,0 kr	50,0 kr	6,38%	7,92%	6,98%	434 882 229 kr	758

Företag	*Datum*	*Sektor*	*GICS*	*Introduktions-kurs*	*Stängnings-kurs*	*Initial kurs-förändring*	*OMXSPI justerad*	*Sektor justerad*	*Omsättning*	*Antal avslut*
Nobia AB	2002-06-19	Sällanköpsvaror	SX25PI	78,0 kr	71,0 kr	-8,97%	-7,35%	-8,66%	420 579 172 kr	427
Ballingslöv AB	2002-06-19	Sällanköpsvaror	SX25PI	64,0 kr	63,5 kr	-0,78%	0,85%	-0,47%		
Unibet Group Plc	2004-06-08	Sällanköpsvaror	SX25PI	135,0 kr	172,5 kr	27,78%	27,93%	28,52%		
NOTE AB	2004-06-23	IT	SX45PI	75,0 kr	69,0 kr	-8,00%	-9,57%	-12,69%	17 259 265 kr	371
Indutrade AB	2005-10-05	Industri	SX20PI	65,0 kr	73,3 kr	12,69%	13,25%	13,39%	661 511 406 kr	1691
Hemtex AB	2005-10-06	Sällanköpsvaror	SX25PI	56,0 kr	66,5 kr	18,75%	19,87%	19,27%	306 175 109 kr	1132
TradeDoubler AB	2005-11-08	IT	SX45PI	110,0 kr	110,0 kr	0,00%	0,25%	0,62%	596 543 362 kr	1072
Orexo AB	2005-11-09	Hälsovård	SX35PI	90,0 kr	90,0 kr	0,00%	-0,21%	-0,01%	39 477 675 kr	178
Hakon Invest AB	2005-12-08	Dagligvaror	SX30PI	77,0 kr	81,5 kr	5,84%	5,31%	5,11%	210 889 957 kr	1393
KappAhl Holding AB	2006-02-23	Sällanköpsvaror	SX25PI	56,0 kr	58,8 kr	4,91%	4,76%	5,07%	554 673 110 kr	2125
Gant Company AB	2006-03-28	Sällanköpsvaror	SX25PI	141,0 kr	193,5 kr	37,23%	37,36%	37,50%		
Biovitrum AB	2006-09-15	Hälsovård	SX35PI	100,0 kr	111,5 kr	11,50%	11,66%	12,21%	230 506 970 kr	1090
BE Group AB	2006-11-24	Industri	SX20PI	62,0 kr	65,0 kr	4,84%	6,26%	6,41%	511 213 638 kr	1669
Lindab International AB	2006-12-01	Industri	SX20PI	110,0 kr	112,8 kr	2,50%	3,10%	2,88%	1 243 974 027 kr	1491
LinkMed AB	2006-12-12	Finans	SX40PI	70,0 kr	69,5 kr	-0,71%	-2,10%	-3,13%	39 900 721 kr	489
Tilgin AB	2006-12-15	IT	SX45PI	25,0 kr	22,2 kr	-11,20%	-12,05%	-11,44%	9 629 142 kr	217
Nederman Holding AB	2007-05-16	Industri	SX20PI	87,0 kr	95,5 kr	9,77%	9,69%	9,79%	137 680 488 kr	716
Aerocrine AB	2007-06-15	Hälsovård	SX35PI	25,0 kr	28,0 kr	12,00%	11,38%	11,95%	5 369 982 kr	105
Systemair AB	2007-10-12	Industri	SX20PI	78,0 kr	78,0 kr	0,00%	0,56%	1,18%	232 927 910 kr	631
HMS Networks AB	2007-10-19	IT	SX45PI	74,0 kr	73,0 kr	-1,35%	0,17%	-0,46%	105 098 298 kr	392
East Capital Explorer AB	2007-11-09	Finans	SX40PI	100,0 kr	101,5 kr	1,50%	3,98%	2,97%	144 414 662 kr	1433

Företag	*Datum*	*Sektor*	*GICS*	*Introduktions-kurs*	*Stängnings-kurs*	*Initial kurs-förändring*	*OMXSPI justerad*	*Sektor justerad*	*Omsättning*	*Antal avslut*
Duni AB	2007-11-14	Sällanköpsvaror	SX25PI	50,0 kr	50,0 kr	0,00%	-0,18%	-0,03%	194 511 577 kr	490
DGC One AB	2008-06-16	Teleoperatörer	SX50PI	33,0 kr	37,0 kr	12,12%	11,84%	12,52%	4 628 360 kr	182
Arise Windpower AB	2010-03-24	Kraftförsörjning	SX55PI	55,0 kr	53,8 kr	-2,27%	-2,01%	-1,25%	167 184 229 kr	1728
MEDEL						**6,26%**	**6,51%**	**6,39%**		
MEDIAN						**3,12%**	**4,30%**	**3,96%**		
VOLATILITET (STDAV)						**17,94%**	**17,70%**	**18,07%**		

Högskolan i Borås är en modern högskola mitt i city. Vi bedriver utbildningar inom ekonomi och informatik, biblioteks- och informationsvetenskap, mode och textil, beteendevetenskap och lärarutbildning, teknik samt vårdvetenskap.

På **institutionen för data- och affärsvetenskap (IDA)** har vi tagit fasta på studenternas framtida behov. Därför har vi skapat utbildningar där anställningsbarhet är ett nyckelord. Ämnesintegration, helhet och sammanhang är andra viktiga begrepp. På institutionen råder en närhet, såväl mellan studenter och lärare som mellan företag och utbildning.

Våra **ekonomiutbildningar** ger studenterna möjlighet att lära sig mer om olika företag och förvaltningar och hur styrning och organisering av dessa verksamheter sker. De får även lära sig om samhällsutveckling och om organisationers anpassning till omvärlden. De får möjlighet att förbättra sin förmåga att analysera, utveckla och styra verksamheter, oavsett om de vill ägna sig åt revision, administration eller marknadsföring. Bland våra **IT-utbildningar** finns alltid något för dem som vill designa framtidens IT-baserade kommunikationslösningar, som vill analysera behov av och krav på organisationers information för att designa deras innehållsstrukturer, bedriva integrerad IT- och affärsutveckling, utveckla sin förmåga att analysera och designa verksamheter eller inrikta sig mot programmering och utveckling för god IT-användning i företag och organisationer.

Forskningsverksamheten vid institutionen är såväl professions- som design- och utvecklingsinriktad. Den övergripande forskningsprofilen för institutionen är handels- och tjänsteutveckling i vilken kunskaper och kompetenser inom såväl informatik som företagsekonomi utgör viktiga grundstenar. Forskningen är välrenommerad och fokuserar på inriktningarna affärsdesign och Co-design. Forskningen är också professionsorienterad, vilket bland annat tar sig uttryck i att forskningen i många fall bedrivs på aktionsforskningsbaserade grunder med företag och offentliga organisationer på lokal, nationell och internationell arena. Forskningens design och professionsinriktning manifesteras också i InnovationLab, som är institutionens och Högskolans enhet för forskningsstödjande systemutveckling.

HÖGSKOLAN I BORÅS

VETENSKAP FÖR PROFESSION

BESÖKSADRESS: JÄRNVÄGSGATAN 5 · POSTADRESS: ALLÉGATAN 1, 501 90 BORÅS

TFN: 033-435 40 00 · E-POST: INST.IDA@HB.SE · WEBB: WWW.HB.SE/IDA