



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen

FEKH89

Examensarbete i Finansiering på kandidatnivå, 15 hp

HT 2013

Nyintroduktioner på Aktietorget

En genväg till bättre avkastning

Författare:

Adam Eliasson - 900713

Linus Olsson - 900704

Ludvig Sandell - 870528

Handledare:

Tore Eriksson

Sammanfattning

Examensarbetets titel: Nyintroduktioner på Aktietorget – En genväg till bättre avkastning

Seminariedatum: 17/1-14

Ämne/kurs: FEKH89, Examensarbete i Finansiering på kandidatnivå, 15 hp

Författare: Adam Eliasson, Linus Olsson, Ludvig Sandell

Handledare: Tore Eriksson

Nyckelord: IPO, Initial kursförändring, Aktietorget, Underprissättning

Syfte: Syftet med denna uppsats är att studera vilka variabler som historiskt sett har spelat störst roll för en positiv initial kursförändring när bolag har listats på Aktietorget. Författarna vill genom att studera dessa variabler, komma fram till vilka av dem som har en påverkan på den initiala kursförändringen och därmed konstruera en mall för vilken typ av bolag som vid listning på Aktietorget får en positiv initial kursförändring.

Metod: Studien har en deduktiv ansats och använder sig av en kvantitativ metod.

Teoretiska perspektiv: Studien är baserad på tidigare studier inom området nyintroduktioner, men inkluderar även omtalade teorier kring fenomenet underprissättning.

Empiri: Den empiriska datan har samlats in från tillgänglig företagsinformation och presenteras i form av datasammanställningar och diagram.

Resultat: Efter att ha genomfört undersökningen kunde författarna konstatera att den genomsnittliga initiala kursförändringen i urvalet av företag var 21 procent. Författarna lyckas därmed uppfylla uppsatsens syfte, då man påvisar vilka variabler som har ett samband med uppgång. Utifrån de empiriska resultaten kunde en investeringsmall konstrueras och uppsättningen variabler en investerare ska söka efter är:

- Låg teckningskurs
- Hög Market to book-ratio
- Unga företag
- Introduktioner på onsdagar

Abstract

<i>Title:</i>	IPOs – A shortcut to better return
<i>Seminar date:</i>	17/1-14
<i>Course:</i>	FEKH89, Bachelor thesis in corporate finance, 15hp
<i>Authors:</i>	Adam Eliasson, Linus Olsson, Ludvig Sandell
<i>Advisor:</i>	Tore Eriksson
<i>Key words:</i>	IPO, First day return, Aktietorget, Underpricing
<i>Purpose:</i>	The purpose of this paper is to study which variables that historically had an impact for a positive first day return when companies joined Aktietorget. The authors want to arrive at a conclusion of which variables that will have an effect on the first day return and with that construct a model for the kind of company, listed on Aktietorget that will have a positive first day return.
<i>Methodology:</i>	The study has a deductive theory and uses a quantitative approach.
<i>Theoretical perspectives:</i>	The study is based on previous studies of IPOs but also includes well-known theories about the phenomenon of underpricing.
<i>Empirical foundation:</i>	Our empirical data has been collected from available corporate information and is presented in the form of data summaries and graphs.
<i>Conclusions:</i>	<p>After conducting the study, the authors could observe that the average first day return in the sample of companies was 21 percent. The authors succeeded thus to fulfill the purpose of the study when they detected the variables which have a statistically significant relationship with first day return. Based on the empirical results, the authors could construct a model for investment and the set of variables an investor should seek is:</p> <ul style="list-style-type: none">- Low subscription rates- High Market to book-ratios- Young companies- Introductions on Wednesdays

Förord

Undersökningen är genomförd hösten 2013. Med tanke på att det här är författarnas första vetenskapliga rapport har de tagit stor lärdom av detta arbete. Författarna har fått stor kunskap om forskningsmetodik och dessutom utvecklat en större kunskap om ett område som de tidigare bara varit lekmän inom.

Författarna har stora förhoppningar att denna uppsats på ett så tydligt och lärorikt sätt som möjligt kommer ge läsaren en förbättrad insyn inom området.

Utan alla goda råd och tankar hade denna uppsats inte varit möjlig att genomföra och författarna vill därför passa på att tacka vår handledare Tore Eriksson för all handledning på vägen mot en fullständig uppsats. Författarna vill även uttrycka sin tacksamhet till Viktor Hemgren på Aktietorget och Jens Forssbaeck som hjälpt oss när vi som mest behövde det. Detta examensarbete har varit enormt givande och en perfekt avslutning på dessa tre år i Lund.

Trevlig läsning!

Adam Eliasson, Linus Olsson och Ludvig Sandell.

Definitionslista

IPO (Initial public offering) - Första gången ett privat aktiebolag ger allmänheten möjlighet att teckna dess aktier på offentlig marknadsplats. Via den här processen transformeras företaget från ett privat aktiebolag till ett publikt aktiebolag.¹

Initial kursförändring - Den initiala kursförändringen räknas ut genom att ta den procentuella skillnaden mellan slutkursen vid första handelsdagen och teckningskursen för aktien.

Market to book - Market to book-ratio är ett sätt att mäta aktiekursen eller marknadsvärdet i förhållande till det bokförda värdet av ett företag. Ration mäter huruvida företaget är över- eller undervärderat, där en ratio under 1 innebär en undervärdering eftersom marknadsvärdet då är lägre än det bokförda värdet.²

Aktietorget - En handelsplattform för värdepapper. De värdepapper som handlas på aktietorget anses vara onoterade och Aktietorget agerar istället endast som en mellanhand mellan köpare och säljare. Tanken med Aktietorget är att bolag i en tillväxtfas, som inte uppfyller kraven för börsnotering, ska kunna få tillgång till kapital.³

Stockholmsbörsen - Med Stockholmsbörsen avses Nasdaq OMX Nordic Stockholm.

Nyintroducerat bolag - Med ett nyintroducerat bolag menar författarna att bolaget inte kommer direkt från en annan handelsplattform eller börs till Aktietorget, utan bolaget ska vara privat vid tidpunkten för listning.

Handelsplattform - Mindre reglerad handelsplats för onoterade värdepapper.

¹ Berk och DeMarzo 2011, 776

² Berk och DeMarzo 2011, 26

³ Aktietorget. "Om Aktietorget", (Hämtad 2013-11-23)

Börs - Handelsplats för värdepapper med tillstånd av Finansinspektionen att driva handel. Strängare regler än på en handelsplattform. Värdepapper som handlas här anses vara noterade.⁴

Marknadsplats - Författarna använder ordet marknadsplats som ett gemensamt begrepp för både börs och handelsplattform.

Underwriter - Ett företag som har hand om utgivning och distribution av värdepapper vid en nyintroduktion.⁵

B-värde – Detta värde från den logistiska regressionen visar om de oberoende variablerna är positivt eller negativt korrelerade mot den beroende variabeln.

Statistisk signifikans – Ett statistiskt signifikant resultat visar att resultatet uppkommit på grund av de testade variablerna och inte på grund av slumpen.

Trend – När ett resultat inte är statistiskt säkerställt kan man, om signifikansnivån ligger när den accepterade nivån, utläsa trender. Trender är inte statistiskt bevisade, men kan ge en indikation.

⁴ Finansinspektionen. ”Aktietorget inte längre auktoriserad marknadsplats”, (Hämtad 2013-11-22)

⁵ Berk och DeMarzo 2011, 779-780

Innehållsförteckning

1. Introduktion	1
1.1 Bakgrund.....	1
1.2 Problemdiskussion.....	2
1.3 Frågeställningar	3
1.4 Syfte.....	3
1.5 Avgränsningar	4
1.6 Målgrupp	4
1.7 Disposition.....	4
2. Metod	6
2.1 Vetenskapligt angreppssätt	6
2.2 Undersökningsmetod	6
2.3 Survivorship bias	7
2.4 Branschindelning.....	8
2.5 Numerisk data.....	8
2.6 Skriftliga källor	8
2.7 Internetkällor	9
2.8 Källkritik.....	9
2.9 Logistisk regression och korrelationstest.....	9
2.10 Validitet.....	11
2.11 Reliabilitet.....	11
3. Praktisk referensram	13
3.1 Aktietorget.....	13
3.2 IPO - vad är det?	14
3.3 Primär eller sekundär IPO?.....	14
3.4 Auktion eller fastpris?	15
3.5 Varför gå från privat till publikt?	15
3.6 Hur går man från att vara privat till publikt?.....	16
3.7 IPO puzzles	17
4. Teoretisk referensram	19
4.1 Referensstudier	19
4.1.1 Företagets ålder och bransch.....	19
4.1.2 Market to book	20
4.1.3 Teckningskurs	20
4.1.4 Omsättning.....	21
4.1.5 Veckodag.....	21
4.2 Teorier om underprissättning	22
4.2.1 Vinnarens förbannelse	22
4.2.2 Lawsuit avoidance-hypotesen.....	23
4.2.3 Signaleringshypotesen	23
4.2.4 Kaskadhypotesen	24
5 Empiri	26
5.1 Variablernas korrelation.....	26
5.2 Deskriptiv data.....	26
5.2.1 Bransch.....	26
5.2.2 Veckodag.....	27
5.2.3 Listningar per år	27
5.2.4 Bolagets ålder	28
5.2.5 Initial kursförändring	28

5.3 Resultat.....	29
5.3.1 Bransch.....	31
5.3.2 Teckningskurs	31
5.3.3 Market to book	32
5.3.4 Bolagets ålder	32
5.3.5 Omsättning.....	32
5.3.6 Veckodag.....	33
6 Analys	34
6.1 Bortfall av bolag	34
6.2 Företagets ålder och bransch.....	34
6.3 Market to book.....	35
6.4 Teckningskurs.....	36
6.5 Omsättning	36
6.6 Veckodag	37
6.7 Underprissättning.....	38
7. Slutsats	40
7.1 Förslag till vidare forskning.....	41
Källförteckning	43
Artiklar.....	43
Böcker	44
Internet	45
Årsredovisningar.....	46
Årsredovisningar 2009	46
Årsredovisningar 2010	46
Årsredovisningar 2011	46
Årsredovisningar 2012	47
Årsredovisningar 2013	47
Bilaga 1 – Logistisk regression	48
Bilaga 2 - Korrelationstest.....	49

1. Introduktion

Detta kapitel syftar till att ge en inledande bild av studien. Författarna kommer här att presentera ämnesvalet och förklara hur intresset för ämnet uppkom. Utifrån bakgrundsinformationerna kommer ämnet problematiseras för att mynna ut i en problemformulering. Vidare kommer även studiens syfte, avgränsningar samt målgrupp beskrivas.

1.1 Bakgrund

Klockan är 08:43 och Lalle sitter framför sin datorskärm. Lalle är en gammal ekonomistudent från Lunds universitet, men är just nu mellan två jobb. Han har alltid haft ett stort intresse för aktiemarknaden men resultatet har varit minst sagt volatilt. Denna kväll drar han sig till minnes en lektion för några år sedan då läraren pratade om nyintroduktioner och den stora initiala kursförändringen som ofta följer. Han går och dammar av sin gamla finansieringsbok som legat orörd i sedan dess, för att leta upp avsnittet om nyintroduktioner. Mycket riktigt står det att aktiekursen i genomsnitt går upp 17 procent vid första dagens handel,⁶ vilket gör Lalle väldigt nyfiken. Han loggar in på Avanza och ser att Tjänapengar AB ska introduceras i veckan.

Han lyckas teckna 1000 aktier och kan vid dagens slut nöjd luta sig tillbaka då han ser att hans aktier har ökat med 17 procent. En sådan lyckad affär ger mersmak. Efter lite klurande räknar han ut att om det sker en nyintroduktion varje börsdag under ett år och varje nyintroduktion går upp med 17 procent första dagen och man lyckas teckna och sedan sälja vid slutet av dagen så kommer hans ackumulerade årliga vinst att uppgå till $1.17^{250} = 11,129,238,168,937,200,000$ procent.⁷ En sådan chans får man bara inte missa tänker Lalle och väljer att försöka dyka djupare i detta intressanta fenomen.

Lalles affärer väcker stort intresse hos författarna. Eftersom hans strategi går ut på att investera i alla IPOs där endast den genomsnittliga uppgången är 17 procent, ser

⁶ Berk och DeMarzo 2011, 784

⁷ Berk och DeMarzo 2011, 786

författarna dessutom en möjlighet till ännu större genomsnittlig avkastning genom att taktiskt välja bort att teckna vissa IPOs. Lalles strategi är dock endast möjlig i teorin eftersom den kräver att det för varje börsdag finns en ny IPO att investera i. Strategin kräver dessutom att man lyckas teckna sig för alla dessa IPOs och lyckas sälja sitt innehav till stängningskurs första dagen.

Trots att man endast teoretiskt kan få en avkastning på 17 procent om dagen i 250 dagar, så är ämnet ändå av intresse. De svenska marknadsplatserna har en hel del nyintroduktioner årligen och detta i kombination med den höga initiala kursförändringen gör det möjligt för en investerare att även utanför den teoretiska världen generera en hög avkastning. Om man dessutom skulle kunna förutspå vilka av nyintroduktionerna som ger en positiv initial kursförändring och vilka som ger en negativ och därmed utesluta de med negativ kursförändring, skulle möjligheten finnas att maximera sin förtjänst ytterligare.

1.2 Problemdiskussion

En amerikansk studie visade att nyintroduktioner tenderar att vara underprissatta till den grad att kursen på den första handelsdagen på marknaden stiger med hela 17 procent i genomsnitt.⁸

Att nyintroduktioner är så pass underprissatta är ytterst intressant och det finns en stor mängd forskning som fokuserar på anledningen till underprissättning. Tidigare forskning har endast mynnat ut i en rad teorier om varför aktier är underprissatta och diskuterat olika orsaker till underprissättning. Problemet författarna upptäckt är att i tidigare forskning diskuteras det enbart varför underprissättning existerar och någon konkret bild av vilka företag som är underprissatta ges inte.

Utbredningen av underprissatta nyintroduktioner väcker även rent investerarintresse. Att kursen i genomsnitt går upp 17 procent på första handelsdagen gör att investerare i teorin snabbt, enkelt och helt riskfritt kan få väldigt god avkastning.

⁸ Berk och DeMarzo 2011, 784

Om man studerar vad som karakteriserar de bolag vars kurs går upp på första handelsdagen, borde man kunna utesluta och välja att inte delta i vissa nyintroduktioner för att öka sin avkastning ytterligare. Man borde helt enkelt kunna konstruera ett ramverk för de bolag som kommer att ha en positiv initial kursförändring och därmed välja att endast investera i nyintroduktioner då det aktuella bolaget faller inom detta ramverk.

Vilka variabler kan då vara intressant att studera för att skapa ett ramverk för vilka nyintroduktioner som kommer ha en positiv initial kursförändring?

1.3 Frågeställningar

- *Vilka variabler har störst inverkan på en positiv initial kursförändring?*
- *Hur ska man investera i nyintroduktioner på Aktietorget för att öka chansen för positiv initial kursförändring?*
- *Vad finns det för andra faktorer som kan förklara positiv initial kursförändring?*

1.4 Syfte

Syftet med denna uppsats är att studera vilka variabler som historiskt sett har spelat störst roll för en positiv initial kursförändring när bolag har listats på Aktietorget. Författarna vill genom att studera dessa variabler, komma fram till vilka variabler som har en påverkan på den initiala kursförändringen och därmed konstruera en mall för vilken typ av bolag som vid listning på Aktietorget får en positiv initial kursförändring.

Författarna vill helt enkelt komma fram till hur man redan innan nyintroduktionen kan förutspå huruvida ett bolag kommer få en positiv initial kursförändring.

1.5 Avgränsningar

Uppsatsen är begränsad att endast avse nyintroduktioner på Aktietorget åren 2009 till och med oktober 2013. Anledningen till att vi valt att studera Aktietorget och inte Stockholmsbörsen som kan anses vara det självklara valet i detta sammanhang, beror på att mängden nyintroduktioner de senaste åren är för liten för att kunna studeras. Att studera nyintroduktioner längre bak i tiden ser författarna inte som ett alternativ, dels då detta redan är gjort men även för att det inte skulle ge ett resultat som är lika aktuellt.

Det finns en stor mängd faktorer som kan spela in på initial kursförändring, men uppsatsen är begränsad till att endast studera ett fåtal variabler. Dessa variabler beskrivs närmare i teorikapitlet.

1.6 Målgrupp

Denna uppsats riktar sig i förstahand till studenter, forskare och andra yrkesverksamma inom den finansiella sektorn. Författarna vill även att privata investerare utan direkt akademisk bakgrund skall kunna ta del av och använda sig av resultatet i sina framtida investeringar.

1.7 Disposition

Kapitel 2 – I metodkapitlet beskriver författarna ingående undersökningsmetoden och tillvägagångssättet. Val av vetenskapligt angreppssätt presenteras och förklaras. Vidare definieras urvalet och källkritik presenteras.

Kapitel 3 – I kapitlet Praktisk referensram framställs fullständiga definitioner av begrepp som används i uppsatsen. Vidare presenteras övergripliga förklaringar till bland annat varför företag väljer att göras publikt samt hur de går till väga.

Kapitel 4 – I kapitlet Teoretisk referensram beskrivs tidigare forskning och teorier inom området. Läsaren ges här en teoretisk överblick av uppsatsens innehåll som legat till grund för ämnesvalet.

Kapitel 5 – I empirikapitlet redogörs den kvantitativa datan som insamlats för studien. Kapitlet inleds med presentation av den deskriptiva datan med hjälp av diagram och datasammanställningar. Därefter presenteras och förklaras resultatet som ligger till grund för analysen.

Kapitel 6 – I analyskapitlet kommer den empiriska datan analyseras, tolkas och knyts samman med teorin.

Kapitel 7 – Avslutningsvis redogörs uppsatsens slutsatser som framkommit utifrån analysen. Reflektioner kring uppsatsens resultat genomförs på ett kritiskt sätt och förslag till vidare forskning presenteras.

2. Metod

Metodkapitlet syftar till att beskriva de vetenskapliga metoder och modeller som används genom uppsatsen. Olika avgränsningar och kategoriseringar förklaras och en diskussion kring källorna och deras tillförlitlighet förs.

2.1 Vetenskapligt angreppssätt

Det finns två teoretiska metodinriktningar, deduktiv och induktiv teori. Deduktiv teori utgår ifrån att författaren framställer hypoteser som denne sedan testar. Beroende på resultatet av den utförda studien kan man sedan se ifall man ska förkasta eller behålla de hypoteser man framförde i början av studien.⁹

Det induktiva angreppssättet ser istället teorin som ett mål för forskningen. Med andra ord så vill man göra det möjligt att generalisera utifrån sitt resultat för att skapa en teori. Det är alltså en teorigenererande arbetsmetod.¹⁰

Denna uppsats kommer att anta en deduktiv teoretisk ansats eftersom syftet är att med hjälp av tidigare forskning och teorier inom området försöka besvara de frågeställningar som framställs.

2.2 Undersökningsmetod

Det går att bedriva datainsamling antingen kvalitativt eller kvantitativt. Skillnaden mellan dessa två metoder är att den kvalitativa undersökningsmetoden inriktar sig på en interaktion med de objekt man undersöker, exempelvis genom intervjuer och deltagande observation. En kvantitativ metod inriktas istället insamling av numerisk data.¹¹

Den här studien använder sig av en kvantitativ insamlingsmetod då studien bygger på numerisk data som samlats in.

⁹ Bryman och Bell 2005, 23-25

¹⁰ Bryman och Bell 2005, 25

¹¹ Bryman och Bell 2005, 39-41

2.3 Survivorship bias

De företag som inkluderas i studien är de som listats på Aktietorget åren 2009 till och med oktober 2013. En förutsättning är dock att bolagen fortfarande ska vara aktiva och listade på Aktietorget. Vidare krävs att företagen ska ha haft verksamhet så pass länge innan listningen att en årsredovisning för året innan listningen finns att tillgå. Bolagen måste även ha gått från privat till publikt. De kan alltså inte ha varit listade på en annan marknadsplats och sedan gått direkt över till Aktietorget, utan att ha varit privat däremellan.

Att företag som inte längre har verksamhet eller inte längre finns på Aktietorget inte är en del av materialet påverkar givetvis resultatet i viss utsträckning genom att dessa företag hanteras som bortfall och inte är en del av resultatet. Det är dock tvunget att göra denna avgränsning eftersom data som behövs för att räkna ut nyckeltalen som används genomgående i uppsatsen inte finns att tillgå. Framförallt är det problematiskt att få fram data som rör listningsförfarandet. Detta eftersom Aktietorget, som är den använda källan för detta ändamål, väljer att från sin hemsida radera all information, exempelvis anslutningsmemorandum, om de bolag som har lämnat Aktietorget. Vidare har det visat sig problematiskt att få fram information om kursrörelser för första handelsdagen för bolag som har lämnat Aktietorget för andra marknadsplatser. Författarna har inte funnit något annat sätt att få fram den här väsentliga data och har därför varit tvungna att göra avgränsningen att företag som inte längre har någon verksamhet eller inte längre finns på Aktietorget, inte är en del av studien.

Detsamma gäller för företag som inte haft årsredovisningar innan listningen. Det går inte att räkna ut de nyckeltal som behövs för studien utan tillgång till den senaste årsredovisningen innan listningen och författarna gör därför denna avgränsning.

Att företag som byter lista till Aktietorget inte faller inom ramen för urvalen har att göra med att dessa bolag redan har ett marknadsvärde och därför inte är intressanta i en studie som behandlar underprissättning och dess orsaker.

2.4 Branschindelning

Den branschindelning författarna använder sig av för att gruppera bolagen är samma branschindelning som nyemissioner.se använder sig av. Bolagen är indelade i: Data/IT, Läkemedel/Medicin, Tjänster, Industri, Råvaror, Detaljhandel, Livsmedel, Finans och Jordbruk/Odling.¹² De fyra sistnämnda branscherna; Detaljhandel, Livsmedel, Finans och Jordbruk/Odling har författarna valt att samla under rubriken Övriga, eftersom det endast finns ett bolag i respektive bransch. Det medför givetvis konsekvenser att gruppera på detta viset, man kan exempelvis inte veta hur det ser ut inom de branscher som ligger i kategorin Övriga. Men indelningen är ändå nödvändig för att få ett så rättvisande resultat som möjligt.

2.5 Numerisk data

Den numeriska data som använts är så kallad sekundärdata då den data som samlats in inte blivit sammanställd av författarna, utan hämtats från diverse databaser.¹³ Urvalet av nyintroducerade bolag de valda åren är hämtade från nyemissioner.se, en sida som listar alla nyintroduktioner på svenska marknadsplatser. Data som rör aktien är hämtat från Aktietorget där datan presenteras i bland annat memorandum och nyhetsbrev. Övrig bolagsinformation är hämtad i bolagens årsredovisningar som i sin tur kommer från databasen Retriever Business. Initial kursförändring har hämtats från Nasdaq OMX Nordic.

2.6 Skriftliga källor

De källor som använts har i första hand tagits fram genom databasen LUBsearch, både för att få fram de mest aktuella artiklarna men även för att säkerställa att originalkällorna använts. De böcker som har använts har varit kurslitteratur från Lunds Universitet, men även andra böcker relevanta för ämnet.

¹² Nyemissioner. ”Alla svenska börsnoteringar, aktuella, kommande och historiska”, (Hämtad 2013-11-18)

¹³ Bryman och Bell 2005, 230

2.7 Internetkällor

Vid vissa tillfällen har källor från internet blivit använda. Bland annat i de delarna av uppsatsen rörande Aktietorget, har mycket av informationen hämtats från Aktietorgets hemsida. Information har även inhämtats från Europeiska kommissionens officiella hemsida. Vid användandet av internetkällor har extra stor vikt lagts vid att säkerställa informationens trovärdighet för att minska den risk som internetkällor ofta medför.

2.8 Källkritik

Den numeriska data som används i uppsatsen kommer från Aktietorget, Nasdaq OMX Nordic, Retriever Business och nyemissioner.se. Att författarna använt sig av många olika källor för datainsamling kan vara ett problem då informationen skulle kunna skilja sig åt mellan olika källorna. För att komma ifrån problemet har författarna valt att kontrollera datan mot en eller flera av de andra källorna och funnit att de överensstämde. Författarna utgår även från att de memorandum, årsredovisningar etcetera som använts, visar en korrekt bild av företagen.

De skriftliga källor som hämtats från LUBsearch är från erkända finansiella magasin, men det ligger utanför författarnas vetenskap hur de enskilda tidskrifternas publiceringskrav ser ut. Varpå vissa kan ha strängare antagningsregler än andra och på så sätt ha en mer erkänd status i den akademiska världen. Detta säger dock inte att ett kritiskt förhållningssätt inte har använts vid sökandet efter litteratur.

Författarna är väl medvetna om de problem som kan uppstå vid användandet av internetkällor och har i så stor utsträckning som möjligt försökt att undvika detta. Dock har endast trovärdiga källor använts, exempelvis Aktietorgets hemsida och Europeiska kommissionens officiella hemsida, så författarna känner trots risken med internetkällor stor tilltro till de källor som använts.

2.9 Logistisk regression och korrelationstest

För att analysera datamaterialet används en logistisk regression i statistikprogrammet SPSS. Den logistiska regressionen går till som så att den beroende variabeln

Uppgång, alltså den initiala kursförändringen, delas in i två grupper: de som har en positiv initial kursförändring och de som har en negativ eller står still. De två grupperna ges värdena 1 respektive 0.

De oberoende variablerna testas först med ett korrelationstest för att fastställa att ingen av dem har en för stark korrelation till en eller flera av de övriga oberoende variablerna.

Veckodag och Bransch kodas om till så kallade dummyvariabler för att kunna testas i regressionen. För att kunna använda dummyvariabler i en logistisk regression krävs att dummyvariabeln har en referensvariabel att mätas mot. Inom Bransch används gruppen Övriga som referensvariabel och inom Veckodag används Fredag.

Konsekvensen av att använda referensvariabel är att denne inte ingår i resultatet av den logistiska regressionen, då den enbart fungerar som referensvariabel åt dummyvariablerna. Referensvariabeln testat alltså inte här. Istället används resultatet från korrelationstestet för att fastställa om det finns något samband mellan referensvariablerna och Uppgång.

Resultaten från korrelationstestet är dock inte lika tillförlitliga som de i den logistiska regressionen, eftersom korrelationstestet testat variablerna var och en för sig och inte tar hänsyn till övriga variabler, vilket den logistiska regressionen gör. Trots att korrelationstestet inte ger ett lika korrekt resultat som den logistiska regressionen så visar den ett resultat som är användbart och författarna kommer därför använda detta resultat för att mäta referensvariablerna.

I den logistiska regressionen visas två output-värden som beskriver till hur stor del de oberoende variablerna förklarar den beroende variabeln, Uppgång. Det ingår även en del där regressionen själv förutspår utfallet. Dessa två tillsammans används för att visa hur bra den logistiska regressionen passar för detta ändamål.

2.10 Validitet

Vid en undersökning av denna art behövs en diskussion föras kring huruvida undersökningen mäter det som den är avsedd att mäta, något som benämns validitet.¹⁴ Då studien bygger på relevanta mätmetoder och variablerna är tydligt förankrade i litteraturen så får testet anses ha en hög validitet.

Då tanken med denna uppsats är att skapa ett generaliserbart resultat så är det viktigt att testet har en hög extern validitet. Detta byggs ofta upp genom att använda sig av ett relevant urval till undersökningen.¹⁵ Under arbetets gång har författarna arbetat aktivt med att skapa en relevant urvalsprocess för att på så sätt skapa en hög extern validitet.

Inom området validitet går det även att diskutera studiens ekologiska validitet, det vill säga huruvida studiens resultat går att applicera på människors vardag.¹⁶ Syftet med uppsatsen är att skapa ett ramverk för investerare. Detta har lett till att de variabler som använts, baseras på lättillgänglig information för att underlätta för investeraren.

2.11 Reliabilitet

När man pratar om en undersöknings reliabilitet, menar man i vilken utsträckning de mått och mätningar som gjorts är tillförlitliga. Inom detta ämne diskuteras även huruvida undersökningen går att replikera med samma resultat.¹⁷ För att ge undersökningen en hög reliabilitet har en stor del i arbetet varit att få fram information från trovärdiga källor för att på så sätt bygga upp undersökningens tillförlitlighet från grunden. Datan som använts har kommit från lättåtkomliga dokument, vilket leder till att en replikering är möjlig.

För att kunna mäta datan har vissa av variablerna kategoriserats, vilket kan ge upphov till problem för interbedömarreliabiliteten. Andra forskare kan välja att kategorisera

¹⁴ Bryman och Bell 2005, 95-96

¹⁵ Bryman och Bell 2005, 49

¹⁶ Bryman och Bell 2005, 49

¹⁷ Bryman och Bell 2005, 93-94

på ett annat sätt och då få ett annorlunda resultat.¹⁸ För att minska denna eventuella problematik, har kategoriseringen strävat efter att vara såpass allmänt förankrad att en liknande kategorisering hade uppkommit hos en annan forskare.

¹⁸ Bryman och Bell 2005, 94-95

3. Praktisk referensram

Här framställs fullständiga definitioner av begrepp som används i uppsatsen och övergripliga förklaringar till bland annat varför företag väljer att göras publikt samt hur de går till väga presenteras.

3.1 Aktietorget

Aktietorget grundades 1998 och var fram till mars 2007 en auktoriserad marknadsplats för värdepapper. De värdepapper som handlades fram till mars 2007 var att betrakta som noterade värdepapper. Efter detta övergick Aktietorget till att endast vara ett värdepappersbolag vars uppgift är att förmedla kontakt mellan köpare och säljare av värdepapper. Aktietorget blev en så kallad handelsplattform.¹⁹

Anledningen till att Aktietorget upphörde med att vara en auktoriserad marknadsplats var att under 2006 uppdagades skandal efter skandal hos bolagen listade på Aktietorget. Detta till följd av att Aktietorget brustit i personkontroll hos bolag som ville listas hos dem. Förtroendet sjönk rejält och de största bolagen listade på Aktietorget valde att lämna.²⁰

Man anställde två personer, bland annat nuvarande VD Peter Gönczi, för att förbättra personkontrollen och övervakningen av bolagen på Aktietorget. Detta för att öka förtroendet och bli en större handelsplattform.²¹

För att noteras på Aktietorget krävs bland annat att bolaget har goda framtidsutsikter enligt styrelsen för Aktietorget, att bolaget helst ska ha varit verksamt i några år och att bolaget har minst 200 aktieägare som vardera äger aktier värda minst 0,1 prisbasbelopp. Vidare krävs även att bolaget ska ha ett eget kapital som överstiger två miljoner kronor.²²

¹⁹ Finansinspektionen. ”Aktietorget inte längre auktoriserad marknadsplats”, (Hämtad 2013-11-22)

²⁰ SvD Näringsliv. ”Aktietorget längst ned i börshierarkin”, (Hämtad 2013-11-22)

²¹ Aktietorget. ”Aktietorget: Aktietorget informerar”, (Hämtad 2013-11-22)

²² Aktietorget. ”Om Aktietorget”, (Hämtad 2013-11-23)

De ovanstående kraven går dock att kringgå. Ett bolag som inte uppfyller kraven kan ändå listas på Aktietorget om det finns tillräcklig information för investerare att bilda sig en uppfattning om bolaget och om Aktietorget anser att handeln med aktien kommer att fungera på ett bra sätt.²³

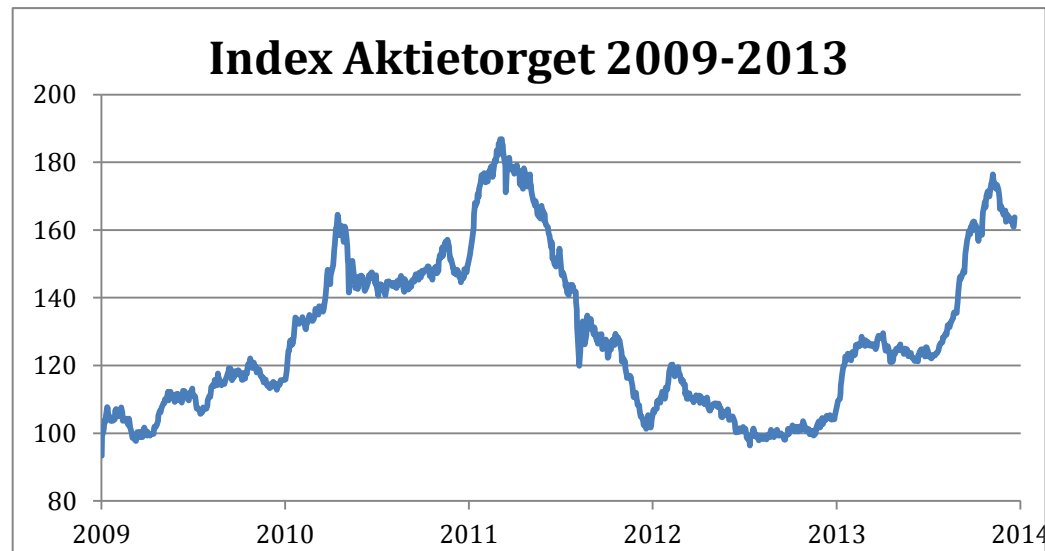


Diagram 1 – Index Aktietorget

Ovan visas ett diagram över indexkursen på Aktietorget de senaste fem åren. Aktietorget har i skrivande stund (5/1-14) 119 bolag listade.²⁴

3.2 IPO - vad är det?

IPO, Initial Public Offering, är när ett privat aktiebolag för första gången ger allmänheten möjlighet att teckna dess aktier på en offentlig marknadsplats. Genom att ge allmänheten möjlighet att teckna aktier i bolaget transformeras bolaget från ett privat till ett publikt aktiebolag.²⁵

3.3 Primär eller sekundär IPO?

En IPO kan göras på två sätt, antingen via en primär introduktion eller en sekundär introduktion. Vid en primär introduktion görs det en nyemission i samband med IPO:n

²³ Aktietorget. "Om Aktietorget", (Hämtad 2013-11-23)

²⁴ Aktietorget. "Om Aktietorget", (Hämtad 2013-11-23)

²⁵ Bolagsverket. "Publika aktiebolag", (Hämtad 2013-11-29)

vilket innebär att det är nya aktier som ges ut och på så sett kommer det nytt kapital till företaget. Vid en sekundär introduktion görs det inte någon nyemission utan endast befintliga aktier i bolaget ges ut till försäljning, detta innebär att kapitalet inte tillfaller företaget utan ägarna av aktierna.²⁶

3.4 Auktion eller fastpris?

Vid en nyintroduktion finns det två huvudsakliga tillvägagångssätt för att prissätta aktierna, antingen via ett auktionsförfarande eller via introduktion till fastpris.²⁷ Auktionsförfarandet delas upp i två olika metoder: prisdiskriminerande auktion och enhetsprisauktion. Båda auktionsmetoderna fungerar i grunden på samma sätt där de personer som vill delta i introduktionen får lägga bud på de aktier som ges ut. Skillnaden ligger i att vid enhetsprisauktion så betalar alla som fått sina bud accepterade det lägsta av de accepterade buden. Vid prisdiskriminerande auktion betalar varje deltagare det pris som denne har bjudit. En introduktion till fastpris sker genom att det utgivande företaget själv sätter priset på de aktier som ges ut.²⁸

Vad som bestämmer vilken av metoderna man skall använda sig av skall enligt teorin styras av vem av parterna som har mest information kring företaget och dess värde. Ifall marknaden anses ha information nog att värdera företaget, bör introduktionen skötas via en auktion. Skulle marknaden inte ha tillräcklig information för att värdera bör det utgivande företaget använda sig av en introduktion till fastpris.²⁹

3.5 Varför gå från privat till publikt?

Att göra sitt företag publikt är inte ett specifikt stadium som företaget når i sin utveckling utan ett val som varje företag måste fatta själv.³⁰ I valet måste företaget ta hänsyn till både positiva och negativa effekter. Bland de positiva effekter som oftast lyfts fram så leder en listning på en marknadsplats till att företaget får det lättare att få

²⁶ Berk och DeMarzo 2011, 777

²⁷ Brealey och Nyborg 2000, 143

²⁸ Brealey och Nyborg 2000, 144

²⁹ Brealey och Nyborg 2000, 143

³⁰ Pagano, Panetta och Zingales 1998, 28

in nytt kapital till företaget, ett större omfång av investerare och man kan använda sina aktier som betalningsmedel vid eventuella uppköp.³¹

Anledningen till varför företag väljer att bli publika kan skilja sig åt beroende på exempelvis vilken bransch eller vilket land företaget är verksamt inom och storleken på företaget. Vid en undersökning där flertalet CFOs blev tillfrågade varför de valde att göra sina företag publika, svarade de flesta att den ökade synligheten och anskaffandet av tillväxtkapital var de största anledningarna.³²

När man blir ett publikt bolag ger man över makten att värdera företaget till marknaden och saker som tidigare inte spelat lika stor roll vid värderingen får nu en större genomslagskraft, exempelvis kommer konjunkturen och branschförändringar i större grad styra värderingen av företagets aktier, vilket kan ses som en negativ effekt. Andra saker som man bör beakta i valet angående att bli publikt eller inte är att med nya investerare kommer nya krav på exempelvis utdelning och inflytande i företaget. Granskningen av företaget, kraven på regelbundna rapporter och hur redovisningen skall presenteras kommer att öka.³³

3.6 Hur går man från att vara privat till publikt?

För att ett företag ska kunna lista sig på en marknadsplats och därmed bli publikt, måste de genomgå en process för att lyckas bli godkända både juridiskt och av den tilltänkta marknadsplatsen.³⁴

I början av processen behöver man bestämma vilka finansiella rådgivare som man vill arbeta med. Den finansiella rådgivaren ska sedan hjälpa företaget att ta fram den finansiella information som krävs av de olika intressenterna i processen, exempelvis skapa prospekt, genomföra en due dilligence, omarbete företagets redovisningsrutiner.³⁵

³¹ Europeiska kommissionen, ”Praktisk handledning inför en börsintroduktion”, 2013-12-14

³² Bancel och Mittoo, 2009, 846

³³ Europeiska kommissionen, ”Praktisk handledning inför en börsintroduktion”, 2013-12-14

³⁴ Europeiska kommissionen. ”En börsintroduktion steg för steg”, (Hämtad 2013-12-16)

³⁵ Europeiska kommissionen. ”En börsintroduktion steg för steg”, (Hämtad 2013-12-16)

För att företaget ska kunna ändra sin bolagsstruktur till ett publikt aktiebolag och förbereda sig för listning på en marknadsplats krävs ett beslut från företagets bolagsstämma. Beslutet måste röstas igenom med minst två tredjedelar. Efter att ha röstat igenom ett beslut om byte av bolagsform måste företaget se till att dess namn reflekterar den nya statusen, antingen genom att lägga till “(publ)” i företagsnamnet eller göra en ändring av företagsnamnet där det tydligt framgår att företaget är publikt. Vid ett beslut om ändring måste denna information sedan skickas in till bolagsverket och ett byte av bolagsform blir inte officiellt förrän allt är registrerat och godkänt av skatteverket.³⁶

En sådan process kan ta allt ifrån 2 till 18 månader. Faktorer som påverkar tidsramen kan vara vilket land man är verksam i, vilken marknadsplats man tänker lista sig på och väntetider hos myndigheter.³⁷

3.7 IPO puzzles

Trots att företag under en lång tid valt att genomföra IPOs och att det forskats mycket kring ämnet, så finns det delar av processen som är svårförklarade och som dagens akademiker fortfarande söker svar på. Det är främst fyra problemområden forskare riktar in sig på och de benämns ofta som IPO puzzles.³⁸

För det första så är kostnaderna för att genomföra en IPO väldigt höga vilket gör att man kan fråga sig varför företag självmant åtar sig en såpass stor kostnad.³⁹ För det andra så pekar många studier på att prestationen på lång sikt är undermålig efter introduktionen. Det som diskuteras är under hur lång tid nyintroducerade företag lider av denna underprestation. Mellan tre och sex år är det vanligast nämnda tidsperspektivet.⁴⁰

För det tredje så är antalet nyintroduktioner positivt korrelerat med konjunkturcyklerna, vilket innebär att vid högkonjunktur är det många introduktioner och vid

³⁶ Bolagsverket, ”Ändra till privat eller publikt aktiebolag”, (Hämtad 2013-12-17)

³⁷ Europeiska kommissionen, ”En börsintroduktion steg för steg”, (Hämtad 2013-12-16)

³⁸ Berk och DeMarzo 2011, 784

³⁹ Berk och DeMarzo 2011, 788-789

⁴⁰ Yi 2003, 4

lågkonjunktur är det färre.⁴¹ Precis som antalet nyintroduktioner är även den initiala kursförändringen cyklisk. Den följer på samma sätt konjunkturen. När det är högkonjunktur är den initiala kursförändringen högre än vid lågkonjunktur.⁴²

Detta leder oss in på den fjärde delen som säger att IPOs tenderar att vara underprissatta.⁴³ Det finns en uppsjö teorier och artiklar som behandlar ämnet underprissättning. Fenomenet underprissättning och teorier kring det diskuteras mer ingående i nästkommande kapitel.

⁴¹ Ritter 1984, 215

⁴² Ritter 1998, 11

⁴³ Berk och DeMarzo 2011, 784

4. Teoretisk referensram

Här presenteras tidigare forskning och teorier kring underprissättning. Kapitlet ger även läsaren klarhet i vilka variabler författarna valt att analysera och varför just dessa är relevanta för sammanhanget.

4.1 Referensstudier

Följande teori är baserad på tidigare studier gjorda på andra marknadsplatser runt om i världen. Författarnas mål är att applicera denna teori på Aktietorget och försöka sammanfoga dessa studier för att ge en klarare överblick över vilka variabler som spelar in vid initial kursförändring. Denna studie har som inriktning att undersöka föreliggande variabler för positiv initial kursförändring. Författarna kommer därför utifrån tidigare forskning och teorier definiera vilka variabler de valt att undersöka och varför.

4.1.1 Företagets ålder och bransch

Företagets ålder definieras som tiden mellan företagets registreringsdatum och det datum då bolaget listades på Aktietorget och mäts i hela år. I en studie gjord på den amerikanska börsen åren 1991 till 1997 visades att äldre företag har en positiv korrelation med hög aktieutveckling. Detta stämde dock inte på alla branscher, undantaget var i teknologibranschen där det visade sig vara omvänt, unga företag presterade generellt sett bättre här.⁴⁴

I denna studie väljer författarna därför att undersöka om företagets ålder och bransch har ett samband även på den svenska handelsplattformen Aktietorget. Författarna kommer till skillnad från tidigare forskning skilja de båda variablerna åt och testa dem var för sig.

⁴⁴ Clark 2002, 397

4.1.2 Market to book

Market to book-ratio, som även kallas price to book-ratio, är ett sätt att mäta aktiekursen eller marknadsvärdet i förhållande till det bokförda värdet av ett företag. Ration mäter huruvida företaget är över- eller undervärderat, där en ratio under ett innebär en undervärdering eftersom marknadsvärdet är lägre än det bokförda värdet. Omvänt innebär en ratio över 1, en övervärdering av bolaget i förhållande till det bokförda värdet.⁴⁵

Enligt tidigare forskning påvisas det att branscher som kännetecknas av högt Market to book-ratio i större utsträckning väljer att lista sig på en marknadsplats då ägarna i dessa företag vill dra nytta av den underprissättning som ofta förekommer.⁴⁶

Market to book-ration är därför ett intressant nyckeltal att använda som variabel i denna studie för att undersöka huruvida över- eller undervärdering av det bokförda värdet påverkar kursförändringen på den första handelsdagen.

4.1.3 Teckningskurs

En teori kring teckningskursens påverkan på den initiala kursförändringen är att låga teckningskurser är de som är mest underprissatta och därmed genererar en positiv initial kursförändring. En tidigare studie visar att börsintroduktioner i USA mellan 1975 och 1982 som var prissatta under \$1 hade en högre initial kursförändring än börsintroduktioner som var prissatta över \$1. Detta leder till att författarna till den tidigare studien drar slutsatsen att priset vid introduktionen är en faktor som påverkat den initiala kursförändringen.⁴⁷

Teckningskurs är information som tydligt kommuniceras från företagets sida vilket gör det till lättåtkomlig information som är lätt för investerare att komma åt. Detta tillsammans med teckningskursens påverkan på den initiala kursförändringen gör att det är en intressant variabel att undersöka.

⁴⁵ Berk och DeMarzo 2011, 26

⁴⁶ Pagano, Panetta och Zingales 1998, 27-29

⁴⁷ Chalk och Peavy 1987, 66

4.1.4 Omsättning

Omsättning definieras som företagets totala försäljning under en specifik period.⁴⁸ Ett vanligt förekommande sätt att mäta storleken på ett företag är att titta på dess omsättning. På EU-nivå kategoriseras företag baserat på storlek, där en av variablerna som används vid kategoriseringen är deras omsättning.⁴⁹

Det finns tidigare forskning som visar på att små företag på New York Stock Exchange har högre riskjusterad avkastning än medelstora och stora företag.⁵⁰ En potentiell förklaring till denna storlekseffekt är att det finns mer information om stora och medelstora företag än om små. Detta leder till att investerare ser små företag som mer riskfyllda och kräver ett premium för att kunna tänka sig att äga deras aktier. Generellt så är företag med mer information mindre underprissatta än de som har lite information.⁵¹ Det negativa sambandet mellan storleken på företaget och nivån på underprissättningen som teorierna föreslår, har bland annat bevisats i en studie på amerikanska IPOs mellan åren 1977 och 1985.⁵² En annan studie från Bangladesh har också påvisat ett samband mellan företagets storlek och underprissättning. Många studier använder sig av kategorisering när de pratar om företagets storlek.⁵³

Omsättning är en variabel som uppskattar företagets storlek och är lätt för investerare att hitta. Detta tillsammans med storlekens dokumenterade påverkan på den initiala kursförändringen och underprissättning, så blir omsättning en intressant variabel att använda i denna studie.

4.1.5 Veckodag

Som tidigare nämnts så existerar det svårförklarade företeelser på aktiemarknaden. En av dessa är den så kallade veckodagseffekten, där det har visat sig att aktiepriser varierar beroende på vilken veckodag det är. Tidigare studier har visat att det sker minst nyintroduktioner på måndagar och flest på fredagarna. Trots att det är minst

⁴⁸ Grönlund, Tagesson och Öhman 2010, 36

⁴⁹ Europeiska kommissionen. "Vad är SMF?", (Hämtad 2014-01-02)

⁵⁰ Banz 1981, 16

⁵¹ How, Izan och Monroe 1995, 87-90

⁵² Wolfe och Cooperman 1990, 47-48

⁵³ Banz 1981, 3

nyintroduktioner på måndagar har de i genomsnitt en högre initial kursförändring än företag som introduceras på övriga veckodagar. Detta förklaras med att de introduktioner som sker på måndagar börjar handlas senare på dagen, något som beror på att det tar längre tid för underwritern att göra en analys av dagens marknad då den varit stängd över helgen. Ofta sker en introduktion dagen efter att man bestämt priser och liknande vilket ytterligare kan förklara varför det sker färre introduktioner på måndagar.⁵⁴

Resultaten från tidigare forskning gör det intressant att undersöka om liknande effekter kring veckodag kan påträffas på Aktietorget.

4.2 Teorier om underprissättning

Varför förekommer då underprissättning? Till detta problem finns det många förklaringar. Författarna presenterar nedan tidigare forskning och teorier om varför detta är ett så vanligt förekommande fenomen.

4.2.1 Vinnarens förbannelse

En av de mest frekvent diskuterade teorierna som försöker förklara fenomenet underprissättningen av IPOs kallas för vinnarens förbannelse.⁵⁵ Teorin bygger på att olika investerare har olika mycket information rörande nyintroduktionen. Investerarna delas upp i två grupper, de informerade och de oinformerade. Vinnarens förbannelse uppstår när den oinformerade köparen tenderar att köpa aktier till överpris. Detta genom att lägga ett bud vid auktion som överstiger marknadsvärdet för aktien, vilket sätter köparen i en situation där ingen annan är beredd att betala det priset.⁵⁶

Detta förekommer oftast vid prisdiskriminerande auktion, där investerarna inte känner till vilka bud som läggs. Prisdiskriminerande auktion innebär att de högsta buden i auktionen väljs ut tills man fyllt kvoten av aktier man vill sälja, varvid alla köpare betalar det pris de bjudit. En köpare med otillräcklig information kan alltså här ha lagt

⁵⁴ Jones och Ligon 2009, 110-112

⁵⁵ Rock 1986, 187-212

⁵⁶ Brealey och Nyborg 2000, 144

ett för högt bud och på så sätt bli drabbad av vinnarens förbannelse, det vill säga ha betalt mer än andra för samma sak. För att skydda investerarna mot vinnarens förbannelse och därmed betala alldeles för mycket, händer det att emittenten väljer att underprissätta aktien.⁵⁷

4.2.2 Lawsuit avoidance-hypotesen

En förklaring till underprissättning kan vara den så kallade Lawsuit avoidance-hypotesen som bygger på att underwritern medvetet underprissätter aktien inför en nyintroduktion. Studier kring ämnet underprissättning har visat att underwritern tenderar att prissätta aktien för lågt för att undvika att bli stämd om aktien skulle falla mycket i pris när den börjar handlas. Underwritern gör detta dels för att undvika en kostsam rättsprocess, men även för att inte riskera sitt rykte.⁵⁸

Mycket av forskningen kring lawsuit avoidance-hypotesen har kretsat kring den amerikanska aktiemarknaden och undersökningar som gjorts i andra länder har inte alltid fått samma resultat.⁵⁹ Undersökningar har visat att länder som har ett högre antal stämningar, är mer benägna att underprissätta sina nyintroduktioner för att undvika rättsprocesser.⁶⁰ Bland annat visar en undersökning att finländska börsintroduktioners underprissättning inte kan förklaras av lawsuit avoidance-hypotesen, då sannolikheten att underwritern skulle dras in i en rättsprocess till följd av sin börsintroduktion sågs som väldigt osannolikt. Ett bevis för detta var att finländska börsintroduktioner hade en mer korrekt prissättning än vad amerikanska börsintroduktioner hade.⁶¹ Till skillnad från Finland är Sverige ett av de länder med högst antal stämningar.⁶²

4.2.3 Signaleringshypotesen

Teorin bakom signaleringshypotesen är att företag medvetet underprissätter aktier. Detta görs för att en aktie som har en hög initial kursförändring signalerar att det är ett

⁵⁷ Brealey och Nyborg 2000, 145-147

⁵⁸ Tinic 1988, 789-822

⁵⁹ Lin, Pukthuanthong och Walker 2013, 57

⁶⁰ Lin, Pukthuanthong och Walker 2013, 75

⁶¹ Keloharju 1993, 266

⁶² Lin, Pukthuanthong och Walker 2013, 57

företag av hög kvalitet.⁶³ Signaleringshypotesens innebörd har uttryckts på följande sätt:

“[...] high quality firms demonstrate that they are high quality by throwing money away.”⁶⁴

Tanken bakom signaleringshypotesen är att företagen vill lämna en positiv bild hos investerarna för att sedan locka investerarna att köpa fler aktier. Teorin är alltså en avvägning där man försöker underprissätta precis så mycket som krävs för att locka investerare att köpa fler aktier, samtidigt som man vill minimera minskning av förtjänsterna vid introduktionen.⁶⁵

Det finns dock mycket kritik mot signaleringshypotesen. Eftersom hypotesen bygger på tron om en framtida positiv bild hos investerarna, måste en nyemission göras kort efter nyintroduktionen för att få tillbaka kapitalet man gått miste om på de underprissatta aktierna. I Sverige som nästan alltid har nyemissioner med företrädesrätt för de tidigare ägarna, kan det tyckas inkonsekvent att ta mer betalt av befintliga ägare för att sedan dela ut pengarna till dem igen. Att signaleringshypotesen skulle vara det bästa alternativet eller överhuvudtaget ens effektivt är alltså svårt att bevisa.⁶⁶

4.2.4 Kaskadhypotesen

En informationskaskad, uppstår när personer väljer att förkasta den information de besitter för att istället fokusera på hur andra individer agerar. Kaskadhypotesen bygger på det mänskliga beteendet att “följa strömmen”. Modellen beskriver att en investerare inte endast tar hänsyn till sin egen tro och information, utan även baserar sitt investerande beroende på hur andra agerar. Trots att en person tror att kursutvecklingen vid en nyintroduktion kommer vara positiv, kan denne bli osäker om

⁶³ Ritter och Welch 2002, 1803

⁶⁴ Ritter och Welch 2002, 1803

⁶⁵ Ibbotson 1975, 264

⁶⁶ Jenkinson och Ljungqvist 1996, 78-80

andra inte anmäler sitt intresse vid introduktionen och därmed själv avstå från att investera.⁶⁷

Kaskadeffekten kan ibland ställa till med problem för både företaget och investmentbanken som står bakom introduktionen, då det blir negativ publicitet om ett för högt pris sätts och introduktionen inte fulltecknas. Detta leder till att företag är försiktiga med att prissätta för högt, eftersom det avskräcker investerare och då kan leda till att introduktionen inte blir fulltecknad. Många företag väljer därför istället att underprissätta för att säkra en fulltecknad nyintroduktion.⁶⁸

⁶⁷ Welch 1992, 723

⁶⁸ Welch 1992, 714

5 Empiri

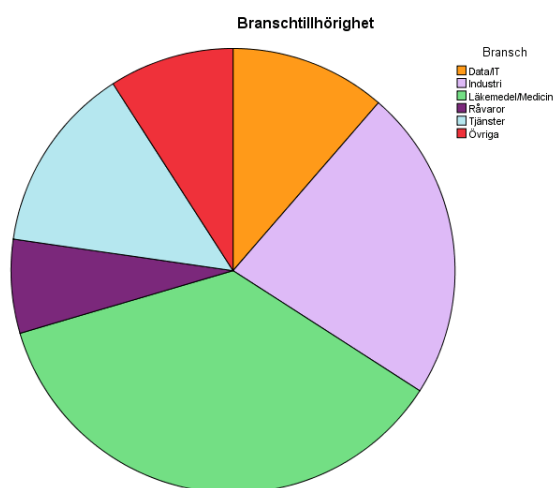
I empirin kommer författarna redogöra för den kvantitativa data som insamlats för studien. Resultat från den logistiska regressionen och korrelationstestet kommer att presenteras. Så även data i form av diagram och tabeller.

5.1 Variablernas korrelation

Variabler som har en korrelation med varandra på över 0,7 är för studien ointressanta eftersom dessa variabler är för korrelerade med varandra och det går därför inte att mäta skillnader mellan variablerna.⁶⁹ I undersökningen har ett korrelationstest därför gjorts för att fastställa att de olika variablerna inte har en korrelation till varandra som överstiger 0,7. Det visade sig att ingen av variablerna hade en korrelation över 0,7 och alla är därför användbara i studien.

5.2 Deskriptiv data

5.2.1 Bransch



Bransch	Antal	Procent
Läkemedel/Medicin	16	36,4%
Industri	10	22,7%
Tjänster	6	13,6%
Data/IT	5	11,4%
Råvaror	3	6,8%
Övriga	4	9,1%
Totalt	44	100,0%

Diagram 2 och Tabell 1 - Branschtillhörighet

I diagrammet ovan visas branschindelningen av bolagen. Det visas tydligt att branschen Läkemedel/Medicin, med sina 36,4 procent är den bransch som flest bolag tillhörde när de listades på Aktietorget. Vidare ser författarna att industribranschen

⁶⁹ Pallant 2010, 157-158

innehär 22,7 procent av de 44 bolagen i undersökningen. De resterande branscherna Tjänster, Data/IT, Råvaror och Övriga är jämnstora med ett innehav runt 10 procent vardera.

5.2.2 Veckodag

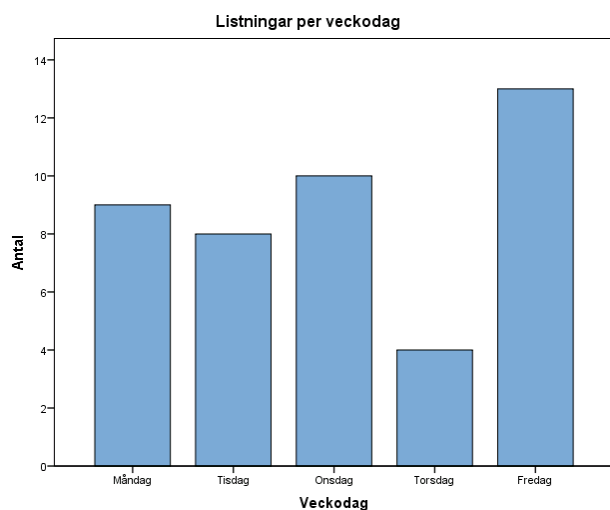


Diagram 3 – Listningar per veckodag

Ovanstående diagram visar hur de 44 nyintroduktionerna fördelat sig över veckodagarna. Som diagrammet visar är fredagar den vanligaste dagen för nyintroduktioner, 13 av de undersökta bolagen blev listade då. Onsdagar, med 10 listningar, är den näst vanligaste tätt följd av måndagar med 9 listningar och tisdagar med 8 listningar. Torsdagar var den dagen då minst företag blev listade, endast 4 företag blev listade.

5.2.3 Listningar per år

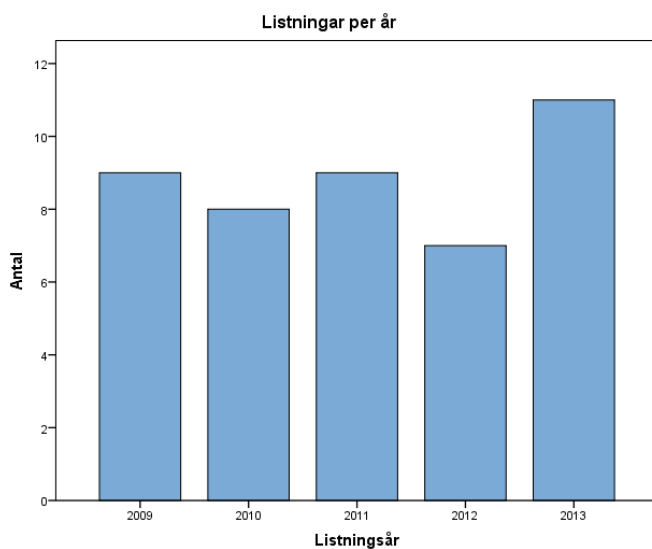


Diagram 4 – Listningar per år

Diagrammet ovan visar antalet listningar indelat efter år. Antalet listningar varierar mellan 7 och 11 stycken per år, där 2013 har haft flest listningar med sina 11 stycken och 2012 haft minst antal listningar, 7 stycken. Åren 2009 till och med 2011 har haft mellan 8 och 9 listningar per år. Som diagrammet visar så finns det alltså ingen större variation mellan antal listningar under de olika åren.

5.2.4 Bolagets ålder

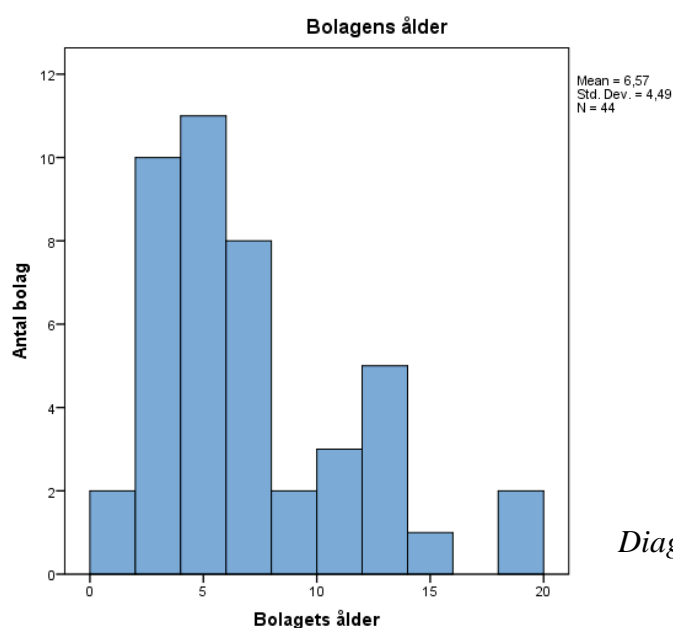


Diagram 5 – Bolagens ålder

Åldern definierat som antal år mellan bolagets registrering fram till listningsdatumet visas i diagrammet ovan. Urvalets medelvärde uppgår till 6,57 år medan median endast uppgår till ungefär 5 år. Detta är en indikator på att medelvärdet är lite missvisande och högt, vilket kan bero på att två av bolagen är outliers. Detta höjer medelvärdet något. Ett medelvärde utan dessa outliers blir istället 5,97 år vilket ligger närmare medianen på 5 år.

5.2.5 Initial kursförändring

	Uppgång
Medel	20,98%
Min	-50%
Max	220%

Tabell 2 – Initial kursförändring

Den initiala kursförändringen på de 44 bolagen i urvalet har varit av stor variation och varierat mellan -50 procent och 220 procent. Den genomsnittliga kursförändringen ligger på 21 ungefär procent.

5.3 Resultat

I resultatdelen kommer författarna att på variabelnivå undersöka hur stor inverkan de olika variablerna har på den initiala kursförändringen. Först presenteras ett test som visar till hur stor del de oberoende variablerna kan förklara den beroende variabeln, Uppgång. Vidare presenteras ett fönster som visar huruvida regressionen kan förutspå utfallet. Dessa två tillsammans utgör ett mått på hur väl den logistiska regressionen är applicerbar på datamaterialet i undersökningen. Till sist presenteras om det föreligger ett samband mellan de oberoende och den beroende variabeln.

Model Summary			
Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	31,172 ^a	,465	,631

a. Estimation terminated at iteration number 7 because parameter estimates changed by less than ,001.

Tabell 3 – Model Summary

Fönstret ovan återger hur väl modellen passar undersökningen och till hur stor del förklaring till uppgången ges av de testade variablerna. Författarna kommer endast att titta på de två senare output-värdena då det första, -2 Log Likelihood, inte har någon större betydelse i detta sammanhang. De två senare output-värdena Cox & Snell R Square och Nagelkerke R Square är mätvärden anpassade för logistiska regressioner och kan liknas vid det vanligare R Square-måttet som används vid en vanlig regressionsanalys. Talen går från 0 till 1 och indikerar till hur stor del de oberoende variablerna kan beskriva den beroende variabeln.⁷⁰

⁷⁰ Pallant 2010, 175-179

Som tabellen ovan visar, utmäts 0,465 som Cox & Snell R Square och 0,631 som Nagelkerke R Square. Detta innebär att enligt Cox & Snell R Square-testet förklaras 46,5% av uppgången av de oberoende variablerna författarna valt att testa. Likaså förklaras enligt Nagelkerke R Square 63,1% av uppgången av de oberoende variablerna.

Classification Table^a

	Observed	Predicted		
		Uppgång10		Percentage Correct
		0	1	
Step 1	Uppgång10 0	13	4	76,5
	Uppgång10 1	3	24	88,9
	Overall Percentage			84,1

a. The cut value is ,500

Tabell 4 – Classification Table

I fönstret ovan, Classification Table, presenteras en lättolkad bild över huruvida testet kan förutspå de oberoende variablernas inverkan på uppgången. De två första raderna visar att modellen lyckades förutspå 13 av de 17 som gick ner och 24 av de 27 som gick upp. Längst ner till höger kan man sedan utläsa att modellen förutspådde 84,1% av utfallen med korrekta gissningar.⁷¹

Nedan presenteras den sista delen från den logistiska regressionen. Detta har författarna valt att presentera på variabelnivå för att ge en tydligare presentation.

⁷¹ Pallant 2010, 175-179

5.3.1 Bransch

Variables in the Equation						
	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
LäkemedelMedicin	0,775	1,742	0,198	1	0,657	2,17
Industri	2,275	2,036	1,249	1	0,264	9,73
Tjänster	-3,05	2,677	1,298	1	0,255	0,047
DatalT	0,269	1,948	0,019	1	0,89	1,309
Råvaror	-1,625	2,486	0,427	1	0,513	0,197

Tabell 5 – Logistisk regression: Bransch.⁷²

Den logistiska regressionen visar inget signifikant samband gällande bransch, med detta menas att det inte går att statistiskt säkerställa att en viss branschtillhörighet har inverkan på positiv initial kursförändring. Det går inte heller att fastställa några egentliga trender då signifikansnivåerna är för låga.

För att genomföra den logistiska regressionsanalysen med Bransch-variabeln så användes Bransch-kategorin Övriga som en referensvariabel vilket gör att den faller bort och inte går att analyseras med hjälp av den logistiska regressionen. Om man istället ser till korrelationstestet visar Övriga inte heller här någon signifikans, vilket gör att författarna även kan utesluta att Bransch-kategorin Övriga har ett statistiskt säkerställt samband med uppgång.⁷³

5.3.2 Teckningskurs

Variables in the Equation						
	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Teckningskurs	-0,218	0,093	5,494	1	0,019	0,804

Tabell 6 – Logistisk regression: Teckningskurs.⁷⁴

Teckningskurs som variabel visade sig ha ett statistiskt signifikant resultat med ett negativt B-värde. Detta innebär att en lägre teckningskurs ökar sannolikheten för att nyintroduktionen får en positiv initial kursförändring.

⁷² Bilaga 1 – Logistisk regression

⁷³ Bilaga 2 – Korrelationstest

⁷⁴ Bilaga 1 – Logistisk regression

5.3.3 Market to book

Variables in the Equation						
	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
MtB	0,119	0,061	3,849	1	0,05	1,127

Tabell 7 – Logistisk regression: Market to book.⁷⁵

Market to book som variabel är signifikant på 95-procentnivån och B-värdet visar att ju högre Market to book-ratio bolaget har, det vill säga marknadsvärde, desto större är sannolikheten att aktien får en positiv initial kursförändring.

5.3.4 Bolagets ålder

Variables in the Equation						
	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Bolagetsålder	-0,573	0,222	6,673	1	0,01	0,564

Tabell 8 – Logistisk regression: Bolagets ålder.⁷⁶

Variabeln Bolagets ålder fick ett statistiskt signifikant samband på 99-procentnivån. Variabelns B-värde visas enligt tabellen ovan vara negativt vilket innebär att ju yngre företagen som nyintroduceras är, desto större sannolikhet är det att den initiala kursförändringen blir positiv.

5.3.5 Omsättning

Variables in the Equation						
	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Omsättning	0	0	2,194	1	0,139	1

Tabell 9 – Logistisk regression: Omsättning.⁷⁷

Resultatet rörande variabeln Omsättning var inte statistiskt signifikant och dess B-värde var 0. Det betyder att det inte går att dra någon direkt slutsats kring omsättningens inverkan på den initiala kursförändringen.

⁷⁵ Bilaga 1 – Logistisk regression

⁷⁶ Bilaga 1 – Logistisk regression

⁷⁷ Bilaga 1 – Logistisk regression

5.3.6 Veckodag

Variables in the Equation						
	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Måndag	-1,317	1,414	0,868	1	0,351	0,268
Tisdag	0,398	1,494	0,071	1	0,79	1,488
Onsdag	7,551	3,098	5,942	1	0,015	1903,137
Torsdag	0,828	1,969	0,177	1	0,674	2,29

Tabell 10 – Logistisk regression: Veckodag.⁷⁸

Av de fem veckodagar som testades så var det endast Onsdag som uppvisade ett statistiskt signifikant resultat och dess B-värde var positivt. Det positiva B-värdet visar att det vid en nyintroduktion är en större sannolikhet att få en positiv initial kursförändring en Onsdag än på de andra veckodagarna.

De andra veckodagarna uppvisade inga signifikanta resultat och de signifikansnivåer som uppmättes är såpass långt ifrån den accepterade nivån att det inte går att utläsa några trender. Då Fredag faller bort som referensvariabel kan författarna inte analysera denna med hjälp av den logistiska regressionen. Ser man istället till korrelationstestet visar variabeln Fredag inte heller någon signifikans vilket gör att författarna även kan utesluta att fredagar har en påverkan på uppgång.⁷⁹

⁷⁸ Bilaga 1 – Logistisk regression

⁷⁹ Bilaga 2 - Korrelationstest

6 Analys

Detta kapitel syftar till att analysera de resultat som presenterades i föregående kapitel, för att sedan knytas samman med de teorier som presenterades tidigare i uppsatsen.

6.1 Bortfall av bolag

Av de 84 bolag som initialt fanns i studien, alltså de som gjorde en introduktion på Aktietorget mellan 2009 och oktober 2013, klarade sig 44 stycken sig genom urvalsprocessen. Författarna hade alltså ett bortfall på totalt 40 bolag, vilket ger oss en bortfallsandel på 47,6 procent. Bortfallet av bolag berodde bland annat på att många bolag bytte från en annan handelsplats till Aktietorget. Andra bolag föll bort för att de helt enkelt inte hade någon verksamhet längre. Ett bortfall på 47,6 procent bör i detta sammanhang ses som rimligt.

6.2 Företagets ålder och bransch

Efter att ha genomfört den logistiska regressionen ser författarna att yngre bolag har en högre initial kursförändring än äldre bolag. Detta skiljer sig från tidigare forskning gjord av Clark på den amerikanska börsen, som istället visade att äldre bolag har en bättre aktieutveckling. Den tidigare studien är dock gjord på en reglerad börs i USA, vilket skiljer sig från vår studie genomförd på Aktietorget, som är en mindre reglerad marknadsplats. Vårt resultat visar dock på stark signifikans att yngre bolag har bättre initial kursförändring och det bör tänkas på att studien av Clark inte är begränsad till avkastningen vid första dagen utan undersöker enmånads- och treårsperspektiv vilket kan vara en stor faktor till resultatens skillnader.

Clarks undersökning visade dock att för teknologibranschen var det omvänt där istället yngre företag presterade bättre. Eftersom de bolag som introduceras på Aktietorget ofta är mindre och mer lika teknologiska bolag i sin utformning kan detta vara en bidragande faktor till att den låga ålderns signifikans i undersökningen.

I den logistiska regressionen visade ingen av branscherna ett statistisk säkerställt samband med positiv initial kursförändring. I vårt urval gick det inte heller att fastställa några egentliga trender för vilka branscher som presterar bäst. I undersökningen har författarna därmed inte kunnat se något samband mellan positiv initial kursförändring och bransch. Det kan dock tänkas att det i enlighet med Clarks studie skulle kunna finnas ett samband med avkastning på längre sikt då Clark i sin studie såg en skillnad mellan högteknologiska och icke teknologiska företag.

6.3 Market to book

Resultatet visar på att en hög Market to book-ratio har positiv inverkan på den initiala kursförändringen. Ju högre marknadsvärde ett bolag har i förhållande till det bokförda värdet, desto högre initial kursförändring uppstår. Market to book-ration kan kopplas samman med förväntningar på bolaget i fråga, då man jämför det faktiska bolagsvärdet med värdet marknaden sätter på bolaget, skillnaden där emellan är antingen en under- eller en övervärdering. Är det övervärderat kan man säga att marknaden har höga förväntningar på bolaget och är det undervärderat har marknaden låga förväntningar. Alltså speglas marknadens förväntningar i Market to book-ration.

Resultatet från vår undersökning stärker sambandet mellan hög Market to book-ratio och positiv initial kursförändring då det påvisas ett statistiskt säkerställt samband. Detta är inget förvånande då ett bolag med höga förväntningar från marknaden borde skapa större handel och därmed positiv initial kursförändring. Att ett bolag med höga förväntningar från marknaden leder till större handel i aktien kan beskrivas av kaskadhypotesen som säger att investerare tenderar att följa strömmen, det vill säga göra likadant som övriga investerare.

En annan teori som styrker det samband författarna ser mellan hög Market to book-ratio och positiv initial kursförändring är att företag som tillhör branscher som kännetecknas av en genomsnittligt hög Market to book-ratio tenderar att i större utsträckning lista sig på någon handelsplattform. Detta beror på att ägarna till dessa bolag vill dra nytta av den underprissättning som förekommer vid nyintroduktioner. Här ser författarna att ägare till bolag med hög Market to book-ratio vill se en

underprissättning av aktien. Därmed påvisas återigen sambandet mellan en hög Market to book-ratio och en positiv initial kursförändring.

6.4 Teckningskurs

Den empiriska datan visar att låga teckningskurser oftare ger en positiv initial kursförändring än teckningskurser som sätts högre. Detta resultat stämmer överens med tidigare forskningsresultat inom området. Den här undersökningen har inte tittat på huruvida teckningskursen medvetet varit satt på en låg nivå eller om det skett omedvetet. Litteraturen inom området ger sina förslag och en möjlig förklaring till detta samband skulle kunna vara den så kallade signaleringshypotesen, vilket innebär att företaget självmant sätter ett lågt teckningspris för att säkerställa en positiv initial kursförändring. Detta för att skapa en positiv bild av företaget.

Då Sverige ses som ett land där företag löper hög risk att bli utsatta för en rättsprocess vid en nyintroduktion, kan en annan del av förklaringen ligga i att introduktionspriset medvetet sätts lägre för att undvika efterföljande rättsprocesser till följd av för högt satt teckningskurs.

En lägre teckningskurs ökar även chanserna att fler investerare tecknar sig. Enligt kaskadhypotesen så följer människor strömmen och ifall andra investerare tecknar sig i en specifik nyintroduktion blir man själv mer benägna att investera. En hög teckningskurs skulle möjligtvis kunna skrämman bort potentiella kunder och i slutändan resultera i ett flockbeteende åt det motsatta hållet.

6.5 Omsättning

Resultatet från den empiriska undersökningen visar på ett icke signifikant resultat rörande företagens omsättning i relation till den initiala kursförändringen. Detta betyder att det inte går att se något samband mellan företagens omsättning och dess initiala kursförändring. Vid jämförelser mellan större och mindre företag har man tidigare sett sambandet att små företag har högre initial kursförändring än stora företag.

En del av den tidigare forskningen har även varit inriktad på skillnader mellan företagens storlek uppdelad i kluster, exempelvis Small-, Medium- och Large Cap och inte specifika omsättningsnivåer. En möjlig förklaring till de icke signifikanta resultaten kan vara att författarna valde att inte göra någon klusteruppdelning.

6.6 Veckodag

Precis som tidigare forskning påvisat så sker flest börsintroduktioner på fredagar, så även i vår studie, där nästan 30 procent av nyintroduktionerna skedde på en fredag. I övrigt så frångår resultatet av vår studie tidigare forskning när det kommer till veckodag som variabel. Tidigare forskning har visat att de nyintroduktioner som sker på en måndag har den högsta initiala kursförändringen. Vår studie visar däremot att det är på onsdagar som den största chansen till positiv initial kursförändring finns.

Endast när onsdagen testades mot initial kursförändring gick det att se en statistisk signifikans, övriga veckodagar visade ingen signifikans. Regressionen visade att om bolaget listar sig på en onsdag, är sannolikheten större att få en positiv initial kursförändring än om bolaget gör sin nyintroduktion en annan veckodag. Signifikansnivån på övriga veckodagar var så låg att inte ens trender gick att urskilja från datamaterialet och författarna väljer därför inte att kommentera dessa närmare.

Det vår studie visar motsäger alltså tidigare forskning om den så kallade veckodagseffekten. Anledningen till att författarna här får ett skilt resultat, alltså en annan veckodag, kan bero på att just veckodagseffekten är ett av de många svårförklarade fenomenen på aktiemarknaden. Det finns ingen egentlig grund till att veckodagen skulle spela roll på samma sätt som till exempel ett visst nyckeltal skulle spela roll vid en nyintroduktion. Att veckodagen spelar roll är konstaterat i denna studie och av andra, men att den specifika veckodagen är en annan i vår studie är svårt att hitta en anledning till eftersom fenomenet i sig är svårförklarat.

En möjlighet kan dock vara att den bästa veckodagen att introduceras på kan skilja sig beroende på vilken marknadsplats som testas då veckodagen som variabel egentligen inte speglar hur bra bolaget i sig är.

6.7 Underprissättning

Med hjälp av Cox & Snell R Square- och Nagelkerke R Square-värdena har författarna kunnat räkna ut till hur stor grad undersökningens oberoende variabler kan beskriva den beroende variabeln Uppgång. Cox & Snell R Square-värdet visade att 46,5 procent av de oberoende variablerna kunde förklara den beroende, medan Nagelkerke R Square-värdet visade att 63,1 procent av de oberoende variablerna kunde förklara den beroende.

Var kan då den resterande förklaringen till uppgången ligga? Då undersökningen på de utvalda företagen ger en genomsnittlig initial kursförändring på 21 procent kan det tänkas möjligt att teorierna om underprissättning är applicerbara även på Aktietorget, eftersom det även här existerar underprissättning. Dessa teorier kan vara en del av förklaringen till den resterande uppgången som inte de oberoende variablerna kan förklara.

Vinnarens förbannelse som tidigare nämnts vara en av de mest frekvent diskuterade teorierna och bygger på att investerare har tillgång till olika mycket information, vilket vid handel kan sätta den oinformerade investeraren med ett innehav av aktier köpta till ett pris ingen annan är villig att betala. En del av resterande förklaringen för positiv initial kursförändring kan alltså vara att emittenterna medvetet väljer att sätta ett lägre pris vid introduktion för att på så sätt skydda investerare från vinnarens förbannelse.

Förklaring till underprissättningen som leder till positiv initial kursförändring kan också finnas i den så kallade signaleringshypotesen, där man genom att sätta ett lägre pris signalerar hög kvalitet samtidigt som man lämnar en positiv bild hos investeraren. En annan möjlig vinkel på signaleringshypotesen är att företagen samtidigt som de signalerar hög kvalitet skapar en kaskadeffekt genom att medvetet underprissätta aktierna och på så sätt skapa högre initial kursförändring. När en investerare ser en aktie med hög kursuppgång och stor handel väljer många att då följa strömmen och på så sätt blir aktien mer attraktiv.

En sista teori som skulle kunna förklara varför aktiepriset stiger på första handelsdagen är lawsuit avoidance-hypotesen. Denna teori bygger på att företaget använder en underwriter vid listningen på handelsplattformen. Underwritern väljer vid listning att medvetet underprissätta aktien, då ett för högt aktiepris kan leda till att underwritern blir stämd och får försämrat rykte.

7. Slutsats

Vårt syfte med uppsatsen var att undersöka vilka variabler som har störst inverkan på den initiala kursförändringen hos bolag som listas på Aktietorget. Vårt mål var att konstruera en mall för hur man i framtiden ska tänka vid investering i nyintroduktioner på Aktietorget, för att kunna minimera risk och maximera vinst, det vill säga öka chansen för att investera i bolag som kommer ha en positiv initial kursförändring.

Efter att ha testat sex olika variabler för hur väl de förklarar en positiv initial kursförändring kunde det konstateras att fyra av dessa visade sig ha ett signifikant samband med Uppgång. Därmed kunde författarna besvara våra frågeställningar. De fyra variablerna var Teckningskurs, Market to book-ratio, Ålder och Veckodag. Vid investering i en nyintroduktion på Aktietorget är det alltså dessa fyra variabler man ska beakta.

Med detta sagt kan författarna konstruera en mall för att öka chansen för positiv initial kursförändring. En investerare ska söka efter företag med:

- Låg teckningskurs
- Hög Market to book-ratio
- Unga företag
- Introduktioner på onsdagar

Som investerare bör man alltså investera i nyintroduktioner där företaget uppfyller ett eller flera av dessa kriterier. Då är sannolikheten större att man investerar i ett bolag som får en positiv initial kursförändring, än om man slumpvis skulle välja företag att investera i. För att maximera sannolikheten för positiv initial kursförändring är det bästa investeringsalternativet att hitta en nyintroduktion där bolaget uppfyller alla dessa kriterier.

Resultatet i denna uppsats kan användas, precis som syftet antyder, för att investera i nyintroduktioner på Aktietorget. Tanken är alltså att man som investerare ska kunna se till dessa variabler som visat sig ha ett samband med uppgång för att sedan välja

vilken nyintroduktion man ska investera i utifrån det. Uppsatsen kan även användas som grund för framtida studier inom ämnet.

Då det har visat sig att mellan 46,5 och 63,1 procent av den initiala kursförändringen kan förklaras genom de variabler som testats i studien drar författarna slutsatsen att en del av underprissättningen förklaras genom andra faktorer än de testade variablerna. De teorier författarna har behandlat i uppsatsen är några av de mest diskuterade inom ämnet och skulle tillsammans med de testade variablerna ge en helhetsbild av fenomenet underprissättning. Då skulle man förutom rent siffermässiga faktorer även se till psykologiska aspekter som förklaring för den underprissättning som råder på aktiemarknaden. Skulle man studera en kombination av de valda variablerna tillsammans med teorierna kring ämnet, är det möjligt att man skulle kunna få en mer komplett investeringsmall för nyintroduktioner. Med en sådan mall skulle man kunna få en större träffsäkerhet i sina investeringar och sannolikheten för att investera i nyintroduktioner med positiv initial kursförändring skulle öka ytterligare. Detta är dock en mer komplex studie att genomföra och lämpar sig snarare för forskning på högre nivå.

Avslutningsvis kan författarna konstatera att resultaten i denna studie till viss del skiljer sig från tidigare forskning på marknadsplatser världen över, men att det finns skäl för skillnaderna. Detsamma gäller för hur stor del de testade variablerna kan förklara uppgången, varvid en del av förklaringen inte kan statistiskt säkerställas. Detta inbjuder till vidare forskning inom ämnet.

7.1 Förslag till vidare forskning

Eftersom uppsatsen har varit begränsad till att enbart studera sex olika variablers påverkan på kursförändring, finns det givetvis utrymme för en liknande studie som behandlar andra variabler och dess påverkan. Trots att det finns grund till att just dessa sex variabler har undersökts i denna studie, så finns det sannolikt fler variabler som kan vara av intresse att studera i en liknande studie.

Vad man kan fråga sig av resultatet av denna studie är om det är applicerbart på andra marknadsplatser än enbart Aktietorget. Skulle det vara möjligt att använda samma

mall vid investering i nyintroduktioner på Stockholmsbörsen, eller till och med på börser utomlands? Man kan även fråga sig att om man inte kan applicera denna mall på andra marknadsplatser, vilka variabler ska man då beakta när man investerar i nyintroduktioner där? Dessa frågeställningar skulle kunna vara intressanta att inkludera i vidare forskning kring ämnet.

Vår undersökning undersökte bolag som introducerats på Aktietorget mellan åren 2009 och 2013, det vill säga fem år. Detta resulterade i ett urval om 44 bolag. Man skulle kunna tänka sig att en studie som behandlade en längre tidsperiod än våra fem år kan vara av intresse för att skapa ett ännu starkare statistiskt säkerställt samband mellan de oberoende variablerna och den beroende variabeln.

Denna undersökning är begränsad till att studera initial kursförändring, det vill säga kursrörelser på den första handelsdagen. Ett förslag till vidare studier kan vara att jämföra variablernas betydelse vid olika tidsperioder och på så sätt få en mer utarbetad mall som närmare beskriver de oberoende variablernas betydelse i olika tidsperioder.

Källförteckning

Artiklar

Bancel, Franck, och Mittoo, Usha R. "Why Do European Firms Go Public?." *European Financial Management*, Vol. 15, nr. 4, 2009, s.844-884.

Banz, Rolf W. "The relationship between return and market value of common stocks." *Journal Of Financial Economics*, Vol. 9, nr. 1, 1981, s.3-18.

Chalk, Andrew J., och Peavy, John, W. III. "Initial Public Offerings: Daily Returns, Offering Types and the Price Effect." *Financial Analysts Journal* Vol. 43, nr. 5, 1987, s.65-69.

Clark, D.T. "A Study of the Relationship Between Firm Age—at—IPO and Aftermarket Stock Performance." *Financial Markets, Institutions & Instruments*, Vol. 11, nr. 4, 2002, s.385-400.

How, Janice C.Y., Izan H.Y., och Monroe, Gary S. "Differential information and the underpricing of initial public offerings: Australian evidence." *Accounting & Finance*, Vol. 35, nr. 1, 1995, s.87-105.

Ibbotson, Roger G. "Price performance of common stock new issues." *Journal Of Financial Economics* , Vol. 2, nr. 3, 1975, s.235-272.

Jones, Travis L., och Ligon, James A. "The day of the week effect in IPO initial returns." *Quarterly Review Of Economics And Finance*, Vol 49, nr. 1, 2009, s.110-127.

Keloharju, Matti. "The winner's curse, legal liability, and the long-run price performance of initial public offerings in Finland." *Journal Of Financial Economics* Vol. 34, nr. 2, 1993, s.251-277.

Lin, Hui L., Pukthuanthong, Kuntara., och Walker, Thomas J. "An international look at the lawsuit avoidance hypothesis of IPO underpricing." *Journal Of Corporate Finance* Vol. 19, nr. 1 2013, s.56-77.

Pagano, M., Panetta, F., och Zingales, L. "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis." *Journal Of Finance*, Vol. 53, nr. 1, 1998, s.27-64.

Ritter, Jay R. "Initial Public Offerings." *Contemporary Finance Digest*, Vol. 2 nr. 1, 1998, s.5-30.

Ritter, Jay R. "The "Hot Issue" Market of 1980." *Journal Of Business*, Vol. 57, nr. 2, 1984, s.215-240.

Ritter, Jay R., och Welch, Ivo. "A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations." *Journal Of Finance* Vol. 57, nr. 4, 2002, s.1795-1828.

Rock, Kevin. "Why new issues are underpriced." *Journal Of Financial Economics* Vol. 15, nr. 1-2, 1986, s.187-212.

Tinic, Seha M. "Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock." *Journal Of Finance* Vol. 43, nr. 4, 1988, s.789-822.

Welch, Ivo. "Sequential Sales, Learning, and Cascades." *Journal Of Finance* Vol. 47, nr. 2, 1992, s.695-732.

Wolfe, Glenn A., och Cooperman, Elizabeth S. "A Reassessment Of The "Excess Return Phenomenon" For Initial Public Offerings Of Common Stock." *Journal Of Applied Business Research*, Vol. 6, nr. 1, 1990, s.40-50.

Yi, Jong-Hwan. "Three Anomalies of Initial Public Offerings: A Brief Literature Review." *Briefing Notes In Economics*, Vol. 58, 2003, s.1-7.

Böcker

Berk, Jonathan, och DeMarzo, Peter. *Corporate Finance*. 2. uppl. Boston, Pearson Education, 2011.

Brealey, Richard, och Nyborg, Kjell. "Välj rätt metod för nyemissionen." Ingår i *Modern finansiell ekonomi*, s. 142-149. Stockholm, SNS Förlag, 2000.

Bryman, Alan, och Bell, Emma. *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Malmö, Liber, 2005.

Grönlund, Anders., Tagesson, Torbjörn., och Öhman, Peter. *Principbaserad redovisning*. 3. uppl. Lund, Studentlitteratur, 2010.

Jenkinson, Tim, och Ljungqvist, Alexander. *Going public: the theory and evidence on how companies raise equity finance*. Oxford, Clarendon Press, 1996.

Pallant, Julie. *SPSS Survival manual*. 4. uppl. Berkshire, Open University Press, 2010.

Internet

Aktietorget. "Aktietorget: Aktietorget informerar.",
<http://www.aktietorget.se/NewsItem.aspx?ID=2842> (Hämtad 2013-11-22)

Aktietorget. "Om Aktietorget.", <http://www.aktietorget.se/AboutGeneral.aspx>
(Hämtad 2013-11-23)

Bolagsverket. "Publika aktiebolag.",
<http://www.bolagsverket.se/ff/foretagsformer/aktiebolag/starta/privat/publika-1.3237>
(Hämtad 2013-11-29)

Bolagsverket. "Ändra till privat eller publikt aktiebolag.",
<http://bolagsverket.se/ff/foretagsformer/aktiebolag/driva/privat-1.3820> (Hämtad 2013-12-17)

Europeiska kommissionen. "En börsintroduktion steg för steg.",
http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/risk-capital/going-public/step-by-step-guide/index_sv.htm (Hämtad 2013-12-16)

Europeiska kommissionen. "Praktisk handledning inför en börsintroduktion.",
http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/risk-capital/going-public/index_sv.htm
(Hämtad 2013-12-14)

Europeiska kommissionen. "Vad är SMF?",
http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/sme-definition/index_sv.htm (Hämtad 2014-01-02)

Finansinspektionen. "Aktietorget inte längre auktoriserad marknadsplats",
<http://www.fi.se/Tillstand/Aktietorget-inte-langre-auktoriserad-marknadsplats/>
(Hämtad 2013-11-22)

Nyemissioner. "Alla svenska börsnoteringar, aktuella, kommande och historiska.",
<http://www.nyemissioner.se/foretag/planerad-noteringar/sok> (Hämtad 2013-11-18)

SvD Näringsliv. "Aktietorget längst ned i börshierarkin.". 2007-06-05
http://www.svd.se/naringsliv/nyheter/sverige/aktietorget-langst-ned-i-borshierarkin_7084223.svd (Hämtad 2013-11-22)

Årsredovisningar

Årsredovisningar 2009

Clinical Laserthermia Systems AB
Cws Comfort Window Systems AB
Net Gaming AB
Traveas AB
SensoDetect AB
Mineral Invest International AB
Botnia Exploration AB
Micropos Medical AB
203 Web Group AB

Årsredovisningar 2010

True Heading AB
Parans Solar Lightning AB
EcoRub AB
Lynn AB
PharmaLundensis AB
Mabi Rent AB
ZinZino AB
Vendator AB

Årsredovisningar 2011

NordIQ Göteborg AB
Abelco AB
Cefour Wine & Beverage Partihandel AB
Ecomb AB
MediRätt AB
Business Control Systems Sverige AB
FX International AB
Enzymatica AB
AroCell AB

Årsredovisningar 2012

FDT System Holding AB
Respiratorius AB
Gullberg & Jansson AB
Latvian Forest Company AB
RLS Global AB
Medfield Diagnostics AB
Brighter AB

Årsredovisningar 2013

Arc Aroma Pure AB
ProstaLund AB
AIM Pharma AB
Emotra AB
TiksPac AB
Synthetic MR AB
Serstech AB
Recytec Holding AB
Vivoline Medical AB
Mr Green & Co AB
Gripen Oil & Gas AB

Bilaga 1 – Logistisk regression

Variables in the Equation

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
LäkemedelMedicin	,775	1,742	,198	1	,657	2,170
Industri	2,275	2,036	1,249	1	,264	9,730
Tjänster	-3,050	2,677	1,298	1	,255	,047
DataIT	,269	1,948	,019	1	,890	1,309
Råvaror	-1,625	2,486	,427	1	,513	,197
Teckningskurs	-,218	,093	5,494	1	,019	,804
MtB	,119	,061	3,849	1	,050	1,127
Bolagetsålder	-,573	,222	6,673	1	,010	,564
Omsättning	,000	,000	2,194	1	,139	1,000
Måndag	-1,317	1,414	,868	1	,351	,268
Tisdag	,398	1,494	,071	1	,790	1,488
Onsdag	7,551	3,098	5,942	1	,015	1903,137
Torsdag	,828	1,969	,177	1	,674	2,290
Constant	3,386	2,057	2,710	1	,100	29,538

a. Variable(s) entered on step 1: LäkemedelMedicin, Industri, Tjänster, DataIT, Råvaror, Teckningskurs, MtB, Bolagetsålder, Omsättning, Måndag, Tisdag, Onsdag, Torsdag.

Bilaga 2 - Korrelationstest

	Correlations															
	Uppgång 10	Läkemedel Medicin	Industri	Tjänster	DataIT	Ravåror	Övrigt	Tecknigsk urs	MIB	Bolagetstald er	Omsättning	Måndag	Tisdag	Onsdag	Torsdag	Fredag
Uppgång 10	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) 1	0,018	0,096	-0,229	-0,01	0,029	0,089	-0,189	0,273	-0,235	-0,202	0,055	0,011	0,208	-0,074	-0,202
Läkemedel Medicin	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) 0,018	1	-0,410	-0,300	-0,271	-0,204	-0,239	0,228	-0,114	-0,054	-0,149	0,011	0,011	0,176	0,09	0,028
Industri	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) 0,096	0,006	1	-0,215	-0,194	0,342	-0,171	-0,096	-0,141	0,006	-0,041	-0,141	0,006	0,006	-0,171	-0,113
Tjänster	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) 0,135	0,048	0,16	1	-0,142	0,487	0,416	0,158	0,061	0,892	0	0,81	0,92	0,516	0,416	0,832
DataIT	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) 0,948	-0,271	0,207	0,357	1	-0,097	0,464	0,295	0,224	0,689	0,601	0,273	0,224	0,207	0,273	0,118
Ravåror	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) 0,849	0,183	0,342	0,487	0,532	1	-0,086	0,524	0,642	0,31	0,523	0,041	0,642	0,342	0,342	0,255
Övrigt	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) 0,568	0,118	0,266	0,416	0,464	0,581	1	0,524	0,94	0,096	0,902	0,13	0,94	0,096	0,096	0,839
Tecknigsk urs	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) 0,22	0,228	-0,096	0,158	-0,161	-0,177	-0,099	1	-0,042	-0,168	-0,086	0,541	-0,065	0,168	-0,168	0,071
MIB	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) 0,273	-0,114	0,361	0,692	0,144	0,072	0,012	0,786	1	0,227	-0,118	0,445	0,786	0,072	0,786	0,44
Bolagetstald er	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) 0,125	0,727	0,008	0,892	-0,062	0,31	-0,254	0,275	-0,186	1	0,145	0,348	0,275	0,31	0,275	0,649
Omsättning	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) 0,19	0,123	0,79	0,513	0,601	-0,099	0,019	-0,086	-0,118	0,145	1	0,002	0,24	0,074	0,002	0,18
Måndag	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) 0,722	0,334	0,363	0,81	0,979	0,041	0,13	0,541	0,119	0,348	0,991	1	0,118	0,071	0,118	0,03
Tisdag	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) 0,943	0,943	0,291	-0,016	-0,169	0,409	0,056	-0,065	-0,092	0,059	0,24	-0,239	1	0,094	0,281	0,044
Onsdag	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) 0,208	0,041	0,224	0,101	-0,194	-0,147	-0,171	0,168	-0,126	0,236	0,074	-0,275	-0,256	1	-0,171	-0,351
Torsdag	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) 0,074	0,792	0,145	0,516	0,207	0,342	0,266	0,277	0,413	0,123	0,634	0,071	0,094	0,094	1	0,19
Fredag	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) 0,188	0,856	0,463	0,832	0,118	0,255	0,839	0,649	0,754	0,92	0,18	-0,328	0,044	0,019	0,182	1

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).
*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).