



**EKONOMI  
HÖGSKOLAN**  
Lunds universitet

Kandidatuppsats  
FEK 582  
Juni 2006

# Underprissättning

– En studie i prissättning och initial kursförändring vid börsintroduktioner

**Handledare:**  
Tore Eriksson

**Författare:**  
Jens Hegestam  
Henrik Jacobson  
Victor Kastensson

## Förord

Med denna uppsats avslutar vi våra kandidatstudier inom finansiering på Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet. De senaste 10 veckorna har varit väldigt lärorika och vi har fått använda oss av en ny och intressant metod för att tillgodogöra oss kunskap.

Vårt val av ämne och våra studier inom det har gett oss en unik insikt i ett aktuellt och intressant ämne. Vi vill passa på att tacka alla de respondenter som har hjälpt oss till denna insikt. Trots era fulla tidsscheman har ni varit vänliga nog att ta er tid för oss och vi är väldigt tacksamma för er samarbetsvillighet.

Vi vill även passa på att tacka vår handledare Tore Eriksson för att du genom dina föreläsningar har närt vårt intresse för finansiering och för att du alltid har funnits tillgänglig för våra frågor och funderingar. Ett stort tack till våra vänner och familjer som har tagit sig tid att hjälpa oss under arbetet med synpunkter och korrekturläsningar.

Lund den 1 juni 2006

Jens Hegestam

Henrik Jacobson

Victor Kastensson

## Sammanfattning

- Uppsatsens titel:** Underprissättning – En studie i prissättning och initial kursförändring vid börsintroduktioner
- Seminariedatum:** 7 juni 2006
- Ämne/Kurs:** FEK 582 Kandidatuppsats, 10 poäng
- Författare:** Jens Hegestam, Henrik Jacobson, Victor Kastensson
- Handledare:** Tore Eriksson
- Nyckelord:** Underprissättning, Börsintroduktion, Initial kursförändring, Teckningskurs, Stockholmsbörsen
- Syfte:** Syftet med uppsatsen är att undersöka hur ett företags aktiekurs påverkas under de första handelsdagarna efter en börsintroduktion och om det förekommer en underprissättning. Vi vill vidare undersöka de mekanismer som ligger bakom en introduktion och vilka faktorer som spelar in på den initiala kursförändringen.
- Metod:** Vår ansats har varit deduktiv och vi har använt oss av både en kvantitativ och en kvalitativ metodansats.
- Teoretiska perspektiv:** De teorier som vi har utgått ifrån är de som finns inom området underprissättning. Teorierna behandlar främst förklaringar till varför en underprissättning sker.
- Empiri:** Vår empiriska data har insamlats genom tillgänglig företagsinformation genom prospekt samt data om historiska kurser från Stockholmsbörsen. Vår kvalitativa data har vi insamlat via intervjuer med personer med insikt inom området.
- Slutsatser:** Vi kan konstatera att det mellan år 2000 och 2006 har skett en underprissättning av nyintroduktioner på Stockholmsbörsen med i genomsnitt 5,3 procent. Underprissättningen är dock inte lika stor som äldre undersökningar har visat. Våra intervjuer har visat att en initial kursökning på 5-10 procent kan antas rimligt. Därmed kan vi fastslå att det under den senaste perioden har skett en mer marknadsmässig prissättning som ligger i linje med de mål som finns vid en introduktion. Orsaken till denna prissättning har sin grund i, enligt vår mening, den förändrade ägarstrukturen som finns i nyintroducerade bolag idag. Vi tror att den ökade kompetensen hos ägarna bidrar till att minska den informationsasymmetri som finns mellan företag och investmentbank vilket i sin tur leder till en mer marknadsmässig prissättning på introduktioner.

## Abstract

- Title:** Under pricing – a study in pricing and initial change in share price at IPOs
- Seminar date:** June 7, 2006
- Course:** Bachelor thesis in Business Administration, 10 Swedish Credits (15 ECTS)
- Authors:** Jens Hegestam, Henrik Jacobson, Victor Kastensson
- Advisors:** Tore Eriksson
- Key Words:** Under pricing, IPO, Initial change in share price, Offer price, Stockholm Stock Exchange
- Purpose:** The purpose of this essay is to examine how a company's share price develops during the initial trade and if there is an under pricing. We furthermore want to examine which mechanisms affect the setting of the price and which factors influences the initial change in share price.
- Methodology:** We have used a deductive theory and for our empirical research both a quantitative and qualitative approach has been used.
- Theoretical perspectives:** The theories we have used are mainly those discussing and explaining why under pricing occurs.
- Empirical foundation:** Our quantitative data has been collected via available corporate information through prospects as well as data about historical rates from the Stockholm Stock Exchange. Our qualitative data has been collected through interviews with persons who have insight in this area.
- Conclusions:** We can establish that between the years of 2000 and 2006, the average IPO on the Stockholm Stock Exchange has been under priced with 5,3 per cent. The under pricing is however not as great as earlier studies has shown. Our interviews have showed that a 5-10 per cent increase of the course during the first day of trade is reasonable. We can as a result of that establish that, during the last years, there has been a more market-adjusted pricing in line with the goal for an introduction. The cause for this pricing is, by our meaning, the change in the structure of ownership. We believe that the increasing owner competence contributes to reduce the asymmetry in information that exists between the company and the investment bank. This leads to a more market adjusted IPO pricing.

<b>1. Inledning.....</b>	<b>7</b>
1.1 Bakgrund .....	7
1.2 Problemdiskussion .....	8
1.3 Syfte.....	9
1.4 Avgränsningar .....	9
1.5 Målgrupp.....	9
1.6 Nyckelord .....	9
1.6.1 IPO (Initial Public Offering).....	9
1.6.2 Initial kursförändring .....	10
1.6.3 OMX Stockholm (OMXS) – PI .....	10
1.6.4 Lock-up avtal.....	10
1.7 Disposition .....	10
<b>2. Metod.....</b>	<b>12</b>
2.1 Vetenskapligt angreppssätt.....	12
2.2 Undersökningsmetod.....	12
2.3 Intervjuer .....	13
2.4 Intervjuprocessen .....	13
2.4.1 Intervjupersoner .....	14
2.5 Arbetsgång.....	15
2.5.1 Litteraturstudier .....	16
2.5.2 Dokumentinsamling och behandling.....	16
2.5.3 Val av undersökningsår.....	16
2.5.4 Prospekten och kurserna .....	16
2.6 Källkritik .....	17
2.6.1 Bearbetning av information .....	17
2.6.2 Primärdata.....	17
2.6.3 Sekundärdata .....	18
<b>3. Praktisk referensram.....</b>	<b>19</b>
3.1 Stockholmsbörsens historia.....	19
3.2 Primär och sekundär introduktion.....	20
3.3 Fast pris kontra intervall.....	20
3.4 Listindelning.....	21
3.4.1 Mest omsatta .....	21
3.4.2 Attract 40 .....	21
3.5 Noteringskrav .....	22
3.6 Utvecklingen på Stockholmsbörsen 2000-2006.....	23
<b>4. Teori.....</b>	<b>25</b>
4.1 Tidigare forskning.....	25
4.2 Underprissättningsteorier.....	26
4.2.1 Winners curse.....	26
4.2.2 The costly information acquisition hypothesis.....	27
4.2.3 Compensation and rationing hypothesis.....	27
4.2.4 The cascade hypothesis.....	27
4.2.5 The Investment bank’s monopsony power hypothesis .....	28
4.2.6 The wealth redistribution hypothesis.....	28
4.2.7 Signalling hypothesis .....	28
4.2.8 Lawsuit avoidance model .....	29
4.2.9 The stabilization hypothesis.....	29

<b>5. Empiri</b> .....	<b>30</b>
5.1 Kvantitativa data.....	30
5.1.1 Initial kursförändring .....	30
5.1.2 Samband mellan initial kursförändring och börsutvecklingen.....	32
5.1.3 Bransch.....	32
5.1.4 Emissionsbank .....	33
5.1.5 Storlek.....	34
5.1.6 Introduktionsår .....	34
5.1.7 Teckningskurs .....	36
5.1.8 Primär och sekundär introduktion.....	36
5.1.9 Fast pris kontra intervall.....	36
5.1.10 Prissänkning .....	36
5.2 Kvalitativa data .....	37
5.2.1 Prissättning .....	37
5.2.2 Tilldelning.....	39
5.2.3 Bankens inflytande .....	40
<b>6. Analys</b> .....	<b>42</b>
6.1 Upplägg av analys.....	42
6.2 Förändring av ägarstruktur .....	42
6.3 Mål med introduktionen.....	44
6.4 Tilldelning.....	45
6.5 Investmentbankernas rykte.....	46
6.6 Uppmärksamhet kring introduktionen.....	48
6.7 Börs klimatet .....	49
<b>7. Slutsats</b> .....	<b>50</b>
7.1 Slutsats .....	50
7.2 Förslag till vidare forskning.....	51
<b>8. Källförteckning</b> .....	<b>53</b>
8.1 Publicerade källor.....	53
8.1.1 Litteratur .....	53
8.1.2 Vetenskapliga artiklar .....	53
8.1.3 Börsintroduktionsprospekt .....	54
8.2 Elektroniska källor .....	54
8.3 Muntliga källor .....	55
<b>9. Appendix</b> .....	<b>56</b>

# 1. Inledning

---

*I detta inledande kapitel vill vi ge läsaren en introduktion till ämnet. Introduktionen inleds med bakgrunden till valet av ämne och en problemdiskussion kring densamma. Därefter presenteras syftet med uppsatsen och de avgränsningar som vi valt att göra. Vi redogör slutligen för uppsatsens målgrupp, disposition samt de viktigaste nyckelorden.*

---

## 1.1 Bakgrund

I slutet på 1990-talet ökade antalet nyintroduktioner på Stockholmsbörsen kraftigt i takt med IT-boomen. När luften sedan gick ur IT-bubblan fick nyintroduktionerna ett abrupt slut. De senaste åren har dock företag åter börjat våga sig tillbaka till börsen för att hitta nytt kapital och nu ser vi återigen börsintroduktioner som ett populärt kapitalanskaffningsmedel för växande företag. Samtidigt får introduktioner en allt större plats i nyhetsflödet. Idag är en stor del av svenska folket aktieägare och även om man inte är någon daytrader har man förmodligen en del av sin pension i aktiefonder. Allmänintresset är därför stort för vad som händer på börsen och vilka konsekvenser det får för aktieägarna.

Ett vanligt förekommande fenomen vid nyintroduktioner är en uppgång av aktiekursen under den första handelsdagen. Denna handel ligger ofta betydligt över aktiens teckningskurs och ger de som tecknade aktien en god chans till snabb avkastning. Det senaste i raden av exempel på detta fenomen kom under vårens mest uppmärksammade introduktion, klädföretaget Gant. Aktien steg drygt 30 procent under första handelsdagen och de som hade tecknat aktien kunde få en strålande avkastning på bara en dag. I de flesta tidningar beskrevs introduktionen som en succé och de som tecknade aktien instämmer säkerligen i det, men var alla vinnare i den här affären?

Den 4 april 2006 publicerades en artikel på n24.se som tog upp en annorlunda aspekt av introduktionen, ”Gants succé på börsen ett fiasko för Enskilda”.<sup>1</sup> I artikeln beskrivs introduktionen som ett fiasko och ett dåligt utfört jobb för emissionsbanken Enskilda Securities. Sett ur bankens perspektiv med utgångspunkt från det normala priset vid en börsintroduktion på 3-6 procent av det totala transaktionsbeloppet, räknar författaren med att Enskilda sänkt sitt eget resultat med 15 till 30 miljoner till följd av underpriset. De tidigare ägarna som sålt ut sina aktier till introduktionen har knappast någon anledning att fira. Genom underpriset har de i praktiken skänkt bort en stor mängd pengar och dessutom betalat väldigt mycket för att låta Enskilda göra det åt dem. Författaren tar även upp risken för att liknande affärer kan snedvrída synen på risk för de enskilda aktiespararna, där man bygger in en förväntning i nyintroduktioner, likt den vid ”dotcom-hysterin”. Han hävdar vidare att liknande affärer försvagar börsens samhällsekonomiska roll att ge förutsättningar för en transparent och kostnadseffektiv kapitalmarknad.

---

<sup>1</sup> www.n24.se 2006-04-04

## 1.2 Problemdiskussion

Vårt intresse för det här vanligt förekommande fenomenet ledde oss in på möjligheten till snabba vinster vid nyintroduktioner. Är det alltid så att kursen vid en börsintroduktion går upp och i så fall hur mycket? Stiger kursen mer än transaktionskostnaderna, och om så är fallet, varför går inte alla in och investerar vid en IPO? Om den här utvecklingen fortsätter finns risken att börsintroduktioner blir en affär för spekulanter och kanske inte de långsiktiga investerare som är önskvärda att ha som ägare.

Om det här är resultatet av en konsekvent prissättning borde sannolikheten vara stor för en underprissättning även vid nästa nyintroduktion. Hur stor är i så fall denna underprissättning?

En del av underprissättningen kan förmodligen förklaras av den risk som investmentbanken tar på sig vid uppdraget att notera ett bolag, särskilt om man står som garant för emissionen. Frågan är hur stor denna risk är och hur stor kompensation banken behöver för denna risk? Hur stort inflytande har egentligen ägarna över prissättningen? Blir ägarna förbigångna av bankerna som besitter stor erfarenhet och därmed sätter sina egna villkor?

En intressant aspekt av nyintroduktioner är även motiven för nivån på teckningskursen. Vad har man för mål med aktien vid introduktionen? Vill man ha en kraftig initial uppgång för att signalera kraft och välgång i bolaget och därmed en köpvärd aktie även i ett längre perspektiv? Eller handlar det bara om den rena intäkten som man som tidigare ägare får vid försäljningen och som investmentbanken får sin andel av? Är underprissättningen en avsiktlig strategi eller handlar det om en felaktig prissättning från bankernas sida?

En annan aspekt på aktiekursen och dess rörelser är frågan om hur kursen påverkas av storleken på bolaget, det rådande börsklimatet, vilken prissättningsstrategi som tillämpas, vilken teckningskurs som sätts, vilken bransch man är verksam i och vilken investmentbank man använder sig av?

Frågorna och problemen kring en IPO är många vilket gör det till ett mycket intressant ämne ur flera perspektiv. Det är många som påverkas direkt av en introduktion. De tidigare ägarna vill antingen kapitalisera sina aktier eller följa med företaget in på börsen för en långsiktigare avkastning. Emissionsbanken vill naturligtvis se ett bra resultat genom sin andel av transaktionskostnaden, men de vill även undvika en underteckning av aktien och åstadkomma en lyckad introduktion som referens för framtida uppdrag. De nyblivna ägarna som tecknar aktier vid introduktionen uppskattar naturligtvis om de kan göra en bra avkastning under den inledande handeln, men vill man inte som företagsledning ha lojalare ägare som har ett långsiktigt intresse i företaget? Aspekterna är många vid en introduktion och vi hoppas kunna få svar på en del av dessa frågor under arbetets gång.

Vi har bestämt oss för att begränsa oss till att studera hur kursen för en nyintroducerad aktie förändras de första handelsdagarna samt om denna kurs påverkas av bolagets teckningskurs, storlek, emissionsbank, det rådande börsklimatet och vilken bransch man är verksam i.



## 1.3 Syfte

Syftet med uppsatsen är att undersöka hur ett företags aktiekurs påverkas under de första handelsdagarna efter en börsintroduktion och om det förekommer en underprissättning. Vi vill vidare undersöka de mekanismer som ligger bakom en introduktion och vilka faktorer som spelar in på den initiala kursförändringen.

## 1.4 Avgränsningar

För att undersökningen skall kunna slutföras inom en nära framtid har vi valt att göra en del avgränsningar inom ämnet. Vi kommer enbart att undersöka nyintroduktioner vid Stockholmsbörsens A-lista samt O-lista. För att undvika exceptionella data som kan härröras från börshausen i samband med dotcom-hysterin har vi valt att undersöka nyintroduktioner från 2000 fram till och med våren 2006.

Vi kommer vidare inte att undersöka eventuella flyttar, avknoppningar eller dylikt från andra börslistor till exempelvis A-listan utan enbart de noteringar som gäller företag där aktierna inte funnits tillgängliga för allmänheten tidigare.

## 1.5 Målgrupp

Vår målgrupp är framförallt studenter i finansiering. Vi förutsätter därför en viss tidigare insikt i ämnet samt ett grundläggande ordförråd inom den ekonomiska terminologin. Vi har även en förhoppning om att uppsatsen kan väcka ett intresse hos lärare vid företagsekonomiska institutioner samt personer med intresse för aktier och börshandel.

## 1.6 Nyckelord

### 1.6.1 IPO (Initial Public Offering)

En IPO är när ett aktiebolag erbjuder allmänheten att teckna aktier i företaget i samband med att man introduceras på en börs. Till skillnad från den svenska benämningen börsintroduktion, i vilken även listbyten och avknoppningar inräknas. Vi använder oss av båda termerna i uppsatsen men vi syftar inte till eventuella listbyten och avknoppningar.

## 1.6.2 Initial kursförändring

För att mäta den kursförändring som sker under första dagens handel använder vi oss av termen initial kursförändring eller initial underprissättning om kursförändringen är positiv. Underprissättningen är den rabatt som investerare får vid introduktionen i form av en stigande kurs. För att räkna ut den initiala kursförändringen mäter vi den procentuella skillnaden mellan slutkursen vid första handelsdagen och teckningskursen.

$$IR = ((P_1 - P_0) / P_0) * 100$$

IR = Initial kursförändring i procent  
 $P_1$  = Slutkurs vid första handelsdagen  
 $P_0$  = Teckningskurs

## 1.6.3 OMX Stockholm (OMXS) – PI

Stockholmsbörsens All-Share index består av alla aktier noterade på Stockholmsbörsen. All-share indexet inkluderar alla aktier på A-listan och O-listan. Målsättningen med indexet är att det ska återspegla börsen och dess förändringar. Basdatum för Stockholmsbörsens All-Share index är 1995-12-31 med basvärde 100.<sup>2</sup>

## 1.6.4 Lock-up avtal

Ett lock-up avtal innebär att man inte kan avyttra sina aktier före en viss tidpunkt. Ett lock-up avtal kan exempelvis finnas när en institution investerar i en nyintroduktion, man förbinder sig i sådant fall att bibehålla en viss andel av sitt innehav fram till ett visst datum. Sådana avtal skrivs för att man vill öka stabiliteten i aktien, framförallt under den inledande handeln.

## 1.7 Disposition

*Kapitel 2* Under metodkapitlet presenterar vi vårt tillvägagångssätt och den undersökningsmetod vi har använt. Vi presenterar vidare vår arbetsgång samt hur vi på ett kritiskt sätt granskat våra data.

*Kapitel 3* I teorikapitlet beskriver vi de tidigare teorier som finns inom vårt ämnesområde och som kommer att ligga till grund för vår fortsatta utredning.

*Kapitel 4* I det fjärde kapitlet behandlar vi den praktiska referensram som vi har som utgångspunkt i vår forskning.

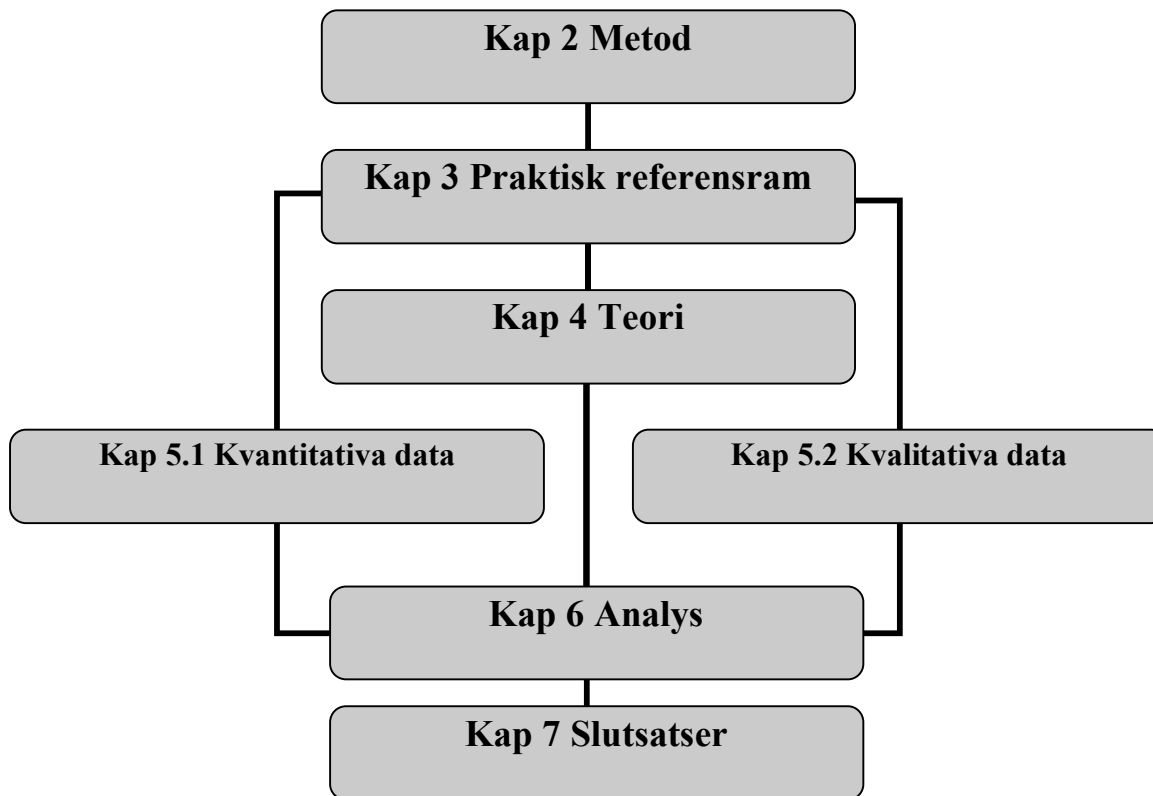
*Kapitel 5* Här presenterar vi de resultat som vi har kommit fram till vid vår empiriska undersökning. Vi har delat upp kapitlet i den kvantitativa och den kvalitativa empirin.

---

<sup>2</sup> [www.stockholmsborsen.se](http://www.stockholmsborsen.se) 2006-05-18

**Kapitel 6** I det sjätte kapitlet presenterar vi vår analys baserad på de data vi har samlat in. Vi knyter här samman vår kvantitativa och kvalitativa empiri med de teorier som vi har haft som utgångspunkt.

**Kapitel 7** Det sista kapitlet består av de slutsatser som vi har dragit under arbetets gång. Vi presenterar även våra förslag till vidare forskning inom området.



## 2. Metod

---

*I detta kapitel redogör vi för vår arbetsgång och det angreppssätt vi valt för att uppfylla vårt syfte. Vi kommer vidare att presentera hur vi gått tillväga under datainsamlingsprocessen och hur vi har granskat dessa data på ett kritiskt sätt.*

---

### 2.1 Vetenskapligt angreppssätt

Det finns två huvudsakliga angreppssätt när man genomför en undersökning, induktiv metod eller deduktiv metod. Då man arbetar med en induktiv metod utgår man från verkligheten och praxis, man har en mängd data som man behandlar med teori, begrepp och modeller.<sup>3</sup> Man utgår med andra ord från empiri för att i slutändan formulera en teori. Den deduktiva metoden innebär att man har en viss teori som man vill pröva på vissa data.

I denna uppsats kommer vi att använda oss av en deduktiv metod. Detta med anledning av att vi vill pröva hypotesen att aktiekursen hos nyintroducerade företag går upp under de första dagarna. Denna teori kommer att testas genom att vi tar fram teckningskurser för alla nyintroducerade företag på Stockholmsbörsen sedan 2000. Dessa kurser kommer sedan att ingå i en studie över kursutvecklingen under de 20 första handelsdagarna. Vi vill även pröva de befintliga teorier som finns på området genom att testa dem mot de data vi får fram i vår kvantitativa undersökning och även mot vår kvalitativa data. Med hjälp av denna studie kommer vi att kunna testa vår hypotes och på så sätt uppfylla vårt syfte och komma fram till en slutsats.

### 2.2 Undersökningsmetod

Vid insamlandet av data finns det två olika sätt att gå till väga på. Den ena metoden man kan använda sig av är kvalitativ och den andra är kvantitativ. Skillnaden mellan dessa två olika metoder ligger i vilken typ av data man får. Om de data man samlar in är i form av siffror eller andra mätbara termer är det frågan om en kvantitativ metod. Har man istället samlat in icke kvantifierbar data som beskriver eller talar om något om egenskaperna hos undersökningsenheterna använder man sig av en kvalitativ metod. Vi kan även skilja på dessa olika data genom att tala om mjukdata (kvalitativ) och hårddata (kvantitativ). Vid de olika metoderna kan vi tala om att skildra verkligheten ur olika aspekter.<sup>4</sup>

Vi kommer i vår uppsats att använda oss av båda metoderna. Vår primära metod kommer att vara den kvantitativa, samtidigt som vi kommer att komplettera informationen med ett antal intervjuer och på så vis få kvalitativa data. Då vi använder oss av ett hypotetiskt-deduktivt tillvägagångssätt passar den

---

<sup>3</sup> Rienecker & Jørgensen, 2004, sid. 160

<sup>4</sup> Halvorsen, 2003, sid.78

kvantitativa metoden oss väldigt bra. Vi kommer att studera hur kurserna för de olika bolagen förändrar sig från dag ett till slutkursen för den tjugonde handelsdagen. Dessutom kommer vi att studera de olika företagens noteringsprospekt för att kunna finna olika variabler som kan komma att påverka dessa kursers rörelser. De intervjuer vi ämnar genomföra kommer inte att vara standardiserade utan utgå från att till en början vara öppna och syfta till att kunna byggas vidare på. Genom dessa två metoder hoppas vi kunna få en djupare och större förståelse för vår problemställning samt dess kontext.

## 2.3 Intervjuer

När man genomför intervjuer finns det två alternativa tillvägagångssätt: strukturerade intervjuer och ostrukturerade intervjuer. Den strukturerade intervjun följer tydligt formulerade frågeställningar och målet är att finna svar på specifika frågor. Den ostrukturerade intervjun lägger istället tyngdpunkten på respondentens egna uppfattningar och tolkningar. Man låter den intervjuade personen svara fritt på frågorna och uppmuntrar personen att röra sig i olika riktningar då detta ger insikt i vad respondenten anser vara väsentligt. Intervjuaren har vidare ett friare spelrum vid en ostrukturerad intervju, man är inte tvingad att följa ett specifikt frågeschema utan kan när som helst ställa nya frågor under tidens gång. I strukturerade intervjuer är sådana undantag inte önskvärda då de snarare uppfattas som störningar som minskar validiteten i undersökningen.<sup>5</sup>

I vår undersökning har vi valt att använda oss av ostrukturerade intervjuer med motiveringen att de ger en högre flexibilitet och bidrar till att uppfylla vårt syfte genom att fånga upp de faktorer vi kan ha missat. Vi har genomfört intervjuerna utifrån en semi-strukturerad metod vilket innebär att man har en lista över ett antal teman som man vill diskutera med respondenten. Intervjupersonen får då stor frihet att ge sin åsikt och intervjuaren kan formulera frågorna utifrån den rådande situationen.<sup>6</sup>

## 2.4 Intervjuprocessen

Redan i ett tidigt stadium diskuterade vi vilka personer som skulle vara relevanta att genomföra intervjuer med. Syftet med intervjuerna är att erhålla information från personer med stor kunskap inom vårt ämnesområde. Vi satte upp målet att genomföra intervjuer med personer som har olika yrkesbakgrund. För det första ville vi komma i kontakt med personer med stor inblick i hur en börsnotering går till ur en investmentbanks synvinkel. Vi hade vidare ambitionen att ta kontakt med ägare eller ledning som fattat beslut om och genomfört en introduktion av sitt bolag. För att få en ännu bredare förståelse för börsintroduktioner och hur kursen påverkas de första dagarna ville vi komma i kontakt med en eller flera personer med lång erfarenhet från finansbranschen, och med stor kunskap om vårt ämnesområde.

---

<sup>5</sup> Bryman, 2002, s. 360ff

<sup>6</sup> ibid

Efter denna inledande diskussion kontaktade vi de utvalda personerna dels via e-mail och dels via telefon. Vi bokade då in tider för intervjuerna som skedde i början av maj. På grund av tidsbrist valde vi att genomföra telefonintervjuer med de personer som inte befann sig i Skåne-regionen.

### 2.4.1 Intervjupersoner

#### Johan Andersson

Via en av författarna fick vi kontakt med Johan Andersson som har erfarenhet från Investmentbanken Lehman Brothers i London, där han arbetade med den skandinaviska marknaden. Andersson arbetar numera på EQT som delvis ägs av Investor. I och med att Andersson inte längre arbetar på Lehman Brothers var vår förhoppning att han skulle kunna ge oss mer ingående information angående investmentbankernas arbete vid en börsintroduktion.

#### Stefan Glevén

Genom Andersson fick vi kontakt med Stefan Glevén som också jobbar på EQT. Glevén har erfarenhet av riskkapitalmarknaden och kan bidra med sina synpunkter på börsen och prissättningen vid en introduktion. Syftet med denna intervju var att få en bild av hur ett riskkapitalbolag agerar då man säljer ut ett bolag på börsen.

#### Jörgen Adolfsson

Två av författarna läste under vårterminen 2006 en kurs i entreprenörskap på Ekonomihögskolan. Ansvarig för denna kurs var Jörgen Adolfsson som tidigare har varit med och grundat IT-företaget Spiro. Företaget startades 1998 och introduceras 2001 på Stockholmsbörsens O-lista. Adolfsson var med redan från starten och med anledning av företagets börsintroduktion ansåg vi att han skulle kunna tillföra relevant information om hur de tidigare ägarna resonerade under processen och vilket inflytande de hade gentemot investmentbanken.

#### Arthur Engel

För Spiro tog det 3 år att gå från uppstart till introduktion och detta är mycket utmärkande för de IT-företag som startades under slutet av 1990-talet. För att få en bredare syn på olika motiv till börsintroduktioner, och vilket inflytande ägarna har gentemot investmentbanken, ville vi komma i kontakt med ett företag som arbetat under andra förutsättningar. Varumärket Gant förvärvades 1980 av det svenska företaget Pyramid Sportswear. Bakom detta förvärv stod Lennart Björk, Klas Käll samt Staffan Wittmark, idag storägare i Gant. Företaget introduceras på Stockholmsbörsen 2006, 26 år efter förvärvet. Genom att ta kontakt med Gants VD, Arthur Engel, ville vi bilda oss en uppfattning om hur tankarna gick kring detta beslut och vilket inflytande ägarna och ledningen hade då man satte teckningspriset. Gants aktie steg med drygt 30 procent under de första dagarna, detta medför att intervjun med Engel är mycket intressant för vår undersökning.

#### X

Vi har vidare varit i kontakt med en storägare i ett av företagen som noterats under vår aktuella tidsperiod. Med anledning av att personen och företaget vill vara anonymt kommer vi i fortsättningen benämna personen X. Syftet med denna intervju var, liksom intervjuerna med Adolfsson och Engel,

att få information om beslutsprocessen och investmentbankens agerande vid noteringen. X har dessutom stor erfarenhet av branschen och har därför varit mycket viktig för vår uppsats.

### Mats Qviberg

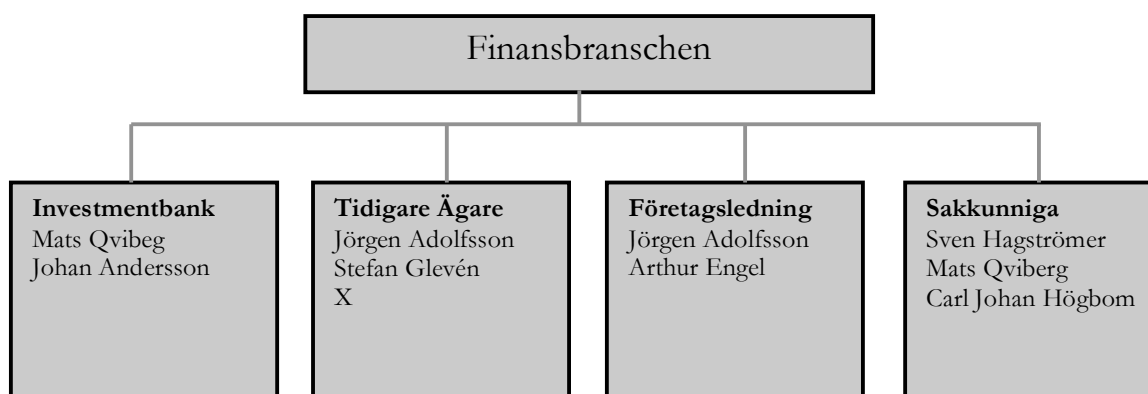
För att få ytterligare kunskap om vårt ämne ville genomföra intervjuer med personer som har lång erfarenhet av finansmarknaden. Vi kontaktade därför Mats Qviberg, VD för Investment AB Öresund samt styrelseordförande i Hagströmer & Qviberg, Bilia AB och Faberge AB. Qviberg har mycket stor erfarenhet av den svenska finansmarknaden och har själv deltagit i ett flertal introduktioner. Syftet med denna intervju var främst att få en bred bild över hur det ser ut på den svenska finansmarknaden idag samt hur prissättningen går till. Eftersom Qviberg sitter som styrelseordförande i Hagströmer & Qviberg hade vi även som förhoppning att erhålla information utifrån en investmentbanks synvinkel.

### Sven Hagströmer

I syfte att få ännu mer information och om möjligt andra infallsvinklar har vi även intervjuat Sven Hagströmer, styrelseordförande i Avanza, Investment AB Öresund samt Tele2. Hagströmer har liksom Qviberg mycket stor erfarenhet av finansmarknaden och kommer därför att kunna bidra med mycket relevant information.

### Carl Johan Högbom

Sven Hagströmer och Mats Qviberg har båda intressen i en investmentbank vilket innebär att de kan svara på frågorna i syfte att försköna Hagströmer & Qviberg. För att få en mer objektiv bild av situationen kontaktade vi Carl Johan Högbom, tidigare VD för Stockholmsbörsen. Högbom startade 2002 Alternativa aktiemarkanden, en lista där mindre företag kan noteras. Högbom driver dessutom konsultbolaget Högbom-Söderström som agerar rådgivare åt företag som vill börsnoteras. Med anledning av att Högbom idag är egen företagare kan han uttrycka sig friare och behöver inte ta hänsyn till andra aktörer.



## 2.5 Arbetsgång

I detta avsnitt vill vi visa läsaren hur vårt arbete fortgått, vi vill ge läsaren en förståelse för vår tankegång och hur våra beslut har präglat vår uppsats. Vi kommer att gå igenom vårt förfarande vid sökande efter sekundärdata såväl som vårt tillvägagångssätt vid inhämtning av primärdata.

### **2.5.1 Litteraturstudier**

För att sätta oss in i vårt ämne började vi med att söka efter olika artiklar skrivna om börsintroduktioner med olika orientering. Vi läste tidningsartiklar från såväl dagspress som veckopress, både internationell och nationell. Vidare sökte vi material i Ekonomihögskolans uppsatsdatabas. Här hittade vi en mängd intressanta uppsatser som gjorts tidigare. Vad som är genomgående för dessa är att de har några år på nacken samt att ingen av dessa har berört vår aspekt av ämnet.

Ur dessa uppsatser hämtade vi inte endast information om vårt ämne utan fick även viktig guidning till användbar litteratur som är skriven inom ämnet. Denna litteratur har främst hjälpt oss att hitta olika teorier kring IPOs och underprissättning och har varit oss till stor nytta för att förstå hur själva noterings- och prissättningsprocessen går till.

Efter att ha gått igenom detta material kunde vi skaffa oss en klarare bild av ämnet och vad som skrivits om det. Detta ledde oss fram till vårt syfte.

### **2.5.2 Dokumentinsamling och behandling**

Efter att ha fastställt ett syfte var vår nästa uppgift att försöka hitta den information som kommer att utgöra hörnpelarna i vår uppsats. Vi sökte då noteringsprospekten samt teckningskurser för alla nya bolag.

### **2.5.3 Val av undersökningsår**

För att göra vår studie så trovärdig som möjligt har vi valt att undersöka alla de bolag som har noterats på Stockholmsbörsen mellan åren 2000 och 2006. Detta beslut har två motiv. För det första har vi valt att starta år 2000 för att exkludera den värsta effekten av IT-boomen som medförde en väldig hets i noteringarna kring millennieskiftet. Det andra skälet är att tidsbristen gör att vi inte har möjlighet att gå tillbaka längre än sex år. Vi anser vidare att denna periodlängd är tillräckligt lång för att på ett adekvat sätt visa de olika variabler som kan komma att spela en stor roll vid en notering. Vårt val att undersöka en hel period och inte bara ett specifikt år kommer att ge oss mer material att bygga vår analys på då den kommer att innehålla ett tillräckligt stort urval av bolag. Vår analys kommer därav få en ökad validitet.

### **2.5.4 Prospekten och kurserna**

För att få tag på den information som behövdes bestämde vi oss väldigt snabbt för att fokusera på de nyintroducerade bolagens prospekt. Att försöka hitta alla noteringsprospekt visade sig svårare än vad vi trott. Efter att letat på Internet hittade vi alla bolagen som noterats mellan 2000 och 2006 på Stockholmsbörsens hemsida. Här hittade vi också historiska kurser från första handelsdagen och framåt. Däremot hittade vi inte prospekten eller teckningskurserna. Efter att talat med statistikavdelningen på OM-gruppen fick vi till slut löfte om att få teckningskurserna skickade till oss. För att få tag på prospekten valde vi att ringa till Finansinspektionen. Finansinspektionen hade de flesta prospekten och efter en del samtal fram och tillbaka fick vi tag i de flesta utav dem. Under



samma tid som vi talade med Finansinspektionen fick vi genom gamla uppsatser tips om att prospekten även kunde finnas på Universitets Biblioteket. Vi beställde därför samtliga prospekt på UB Is avdelning för ”okatalogiserade småtryck”. UB kunde hjälpa oss med en del prospekt men inte samtliga.

## 2.6 Källkritik

### 2.6.1 Bearbetning av information

För att kunna dra korrekta slutsatser är det av yttersta betydelse att informationen vi baserar våra analyser på är relevant för vårt ämne, att den rymmer vad den påstår sig för att mäta samt att den innehåller information som är korrekt. Enligt Eriksson & Wiedersheim-Paul är detta exempel på källkritiska kriterier. Vid granskning av information måste man fråga sig själv ifall datan är: Valid, reliabel och om den har relevans.<sup>7</sup>

Då vi anser att de data vi använt oss av är adekvata för att uppnå vårt syfte kommer vi inte att behandla kriteriet relevans närmare. Vi har valt att dela in vår källkritik efter primärdata och sekundärdata. Dessa kommer vi att granska genom kriterierna validitet och reliabilitet. Vidare kommer vi även att titta på Eriksson & Wiedersheim-Pauls kriterier; tendenskritik, beroendekritik och samtidskrav.<sup>8</sup>

### 2.6.2 Primärdata

De primärdata vi kommer att använda oss av kommer uteslutande från våra intervjupersoner. Då det är fråga om intervjuer är det viktigt att se till hur objektiva och vilken relation våra intervjuobjekt har till vårt ämne. Vi har valt att intervjua åtta personer med olika erfarenheter och olika aspekter på ämnet. Deras olika förhållningssätt var för oss kända redan innan intervjuerna. Hagströmer och Qviberg representerar till exempel en investmentbank och det finns därför risk för att de ej kommer svara objektivt när det gäller investmentbankens beteende. Arthur Engel representerar Gant som just noterats på Stockholmsbörsens O-lista. Engel kommer med största sannolikhet vara subjektiv när det gäller frågor angående Gants introduktion men kan samtidigt ge värdefull information angående investmentbanken. Vi har valt dessa personer med anledning av att vi vill ha de olika infallsvinklarna i vår uppsats. Svårigheten för oss författare ligger i att kunna vara objektiva och kritiska på samma gång som vi vill få de olika synpunkterna tydliga och framstående.

Då vi genomför intervjuerna finns det risk för att relationen mellan intervjuaren och respondenten påverkar svaren. Svenning talar om detta fenomen som intervjuareffekten.<sup>9</sup> Denna effekt kan påverka svaren på ett icke tillfredställande sätt vilket vi försökt förhålla oss till vid våra intervjuer. På grund av att vi har genomfört telefonintervju med sju av våra åtta intervjupersoner är det alltid bara en av oss som kan genomföra intervjun. Detta innebär att det finns risk för att vi missar vissa viktiga aspekter. Vi har försökt minimera detta problem genom att fråga alla personer om det går bra att återkomma med följdfrågor vid ett senare tillfälle. Efter att vi gemensamt har lyssnat igenom intervjun i efterhand

---

<sup>7</sup> Eriksson & Wiedersheim-Paul, 1997, sid.153ff

<sup>8</sup> ibid

<sup>9</sup> Svenning, 2003 sid.120

har vi tagit beslut om det finns skäl att återkomma med eventuella följdfrågor. Ytterligare något som kan påverka objektiviteten i svaren är det faktum att vi kommer att spela in samtalet. Respondenten kan reagera på detta genom att ge oss svar han tror att vi vill ha, detta på grund av att respondenten känner obehag inför inspelningen. Vi har även försökt granska intervjuerna kritiskt genom att se om det finns några motsägelser inom en intervju eller mellan de olika intervjuerna.

Vi är medvetna om de felkällor som kan uppstå vid en djupintervju men tror att resultatet av dessa intervjuer kommer att tillföra nya perspektiv och insikter i ämnet som annars hade varit svåra att klarlägga. Trots vårt förhållningssätt att försöka tolka empirin objektivt är det faktum att vi är tre författare med olika bakgrunder och erfarenheter något som kommer att påverka vårt arbete och vår objektivitet.

### **2.6.3 Sekundärdata**

Vår främsta källa till sekundärdata har varit de olika bolagens prospekt. Dessa anser vi ha hög validitet och trovärdighet då de är utförda och granskade av en mängd olika forum. Vi anser vidare att de motsvarar kriterierna för samtidskrav eftersom de prospekt vi använt oss av har varit i originalutförande. Däremot kommer vi inte ifrån att de är skrivna för att i viss mån glorifiera bolaget och dess verksamhet då det syftar till att i största möjliga mån locka till sig investerare.

Sekundärdata som vi hämtat från Internet och diverse hemsidor är svåra att bedöma vad gäller korrekthet och tillförlitlighet. Vi anser dock att den hemsidan vi har använt oss av mest, stockholmshorsen.se, är en väldigt seriös och trovärdig källa.

Svårigheten med sekundärdata är att den kan vara svår att applicera på just vår frågeställning då den är framtagen i ett annat syfte av en annan person. Det innebär även att dessa data är skrivna och framtagna av en författare som präglar materialet subjektivt.

## 3. Praktisk referensram

---

*I detta kapitel vill vi ge läsaren större förståelse för hur en börsintroduktion går till och vad som krävs. Vi börjar med att ge en historisk bild av Stockholmsbörsen.*

---

### 3.1 Stockholmsbörsens historia

Stockholmsbörsen har en grundläggande roll i Sveriges finansiella infrastruktur då det är den viktigaste marknadsplatsen för affärer med finansiella instrument.<sup>10</sup>

Först på 1800-talet då industrialismen tågade in i Sverige kom handeln med aktier och obligationer igång, om än i ytterst blygsam utsträckning. 1863 fick Sverige en fondbörs och i februari hölls den första fondbörsauktionen.

I början av 1900-talet ökar handeln och börsen skapar två listor, A och B. Medlemsantalet ökar då bankerna tillåts att bli medlemmar. Dock försiggår fortfarande en hel del handel med värdepapper utanför börsens väggar. Vid slutet av 1910-talet byggs börshuset om och får plats för fler mäklare och nya system. Stockholms Fondbörs blev nu den modernaste i Europa. Förändringarna resulterade i att omsättningen ökade till 1 589 miljoner kronor, en omsättning som inte skulle slås förrän i början av 70-talet.

1929 kraschar börsen i New York och tappar drygt 4 miljarder dollar på en dag. Ivar Kreugers ”Svenska Tändsticksbolaget”, som under denna tid utgjorde en mycket viktig del av Stockholmsbörsen, drabbas hårt. Ett par år senare är konkursen ett faktum och Stockholmsbörsen håller stängt 9 dagar till följd av Kreugers självmord.

På 70-talet datoriseras börsen vilket medför att handeln underlättas oerhört. Börsen får även monopol på handeln och omsättningen uppgår till ca 2 miljarder kronor. På 80-talet fortsätter tekniken att modernisera börsen, vi lär känna namn som SAX och SIX. Börsen går som tåget och omsättningen slår ständigt nya rekord, fram till oktober 1987 då Wall Street återigen ”klappar ihop”. Den ”svarta måndagen” bidrar till stor nedgångar även på Stockholmsbörsen.

Under första delen av 90-talet fortsätter omsättningen att öka och –92 är omsättningen ca 172 miljarder. Handeln integreras helt och hållet i SAX-systemet. Stockholmsbörsen tappar det monopol de haft sedan 70-talet vilket medför att Stockholmsbörsen blir först i världen att drivas med vinst. Fram till –97 ägs börsen av sina medlemmar för att detta år gå samman med OM Gruppen. Samma år blir Stockholmsbörsen först i världen med att bli certifierad enligt ISO 9001.<sup>11</sup>

Under slutet av 90-talet blir det allt vanligare att handla aktier via Internet. Denna utveckling pressar transaktionskostnaderna och bankerna får konkurrens från olika nätmäklare. Idag har

---

<sup>10</sup> [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se) 2006-05-02

<sup>11</sup> [www.stockholmsborsen.se](http://www.stockholmsborsen.se) 2006-05-04

Stockholmsbörsen 86 medlemmar vilka sköter all form av handel gällande derivatinstrument och aktier. Alla dessa bolag har Finansinspektionens tillstånd att bedriva handel.<sup>12</sup>

I tabellen nedan ser vi antalet noterade bolag på Stockholmsbörsen sedan 1967. Det man kan konstatera är att antalet bolag har minskat då det inträffat en ekonomisk kris. Under slutet av 1960-talet och början av 1970-talet minskade antalet bolag från 110 till 96 vilket sannolikt beror på den lågkonjunktur som följde efter oljekrisen. När IT-bubblan sprack under våren år 2000 skedde ett liknande scenario, antalet bolag på Stockholmsbörsen minskade då från 348 år 1999 till 304 år 2006.

Lista/År	1967	1977	1983	1987	1988	1989	1990	1999	2006*
A-Listan	110	96	150	157	151	144	132	127	72
OTC/Attract 40 <sup>13</sup>			31	73	75	74	66	56	45
O-Listan				27	35	48	60	159	187
Summa	110	96	181	261	265	269	260	348	304

Tabell 3.1 Historisk översikt över noterade bolag på Stockholmsbörsen<sup>14</sup>

\* gäller vid 2006-05-25

## 3.2 Primär och sekundär introduktion

Motivet till en IPO kan vara många. Ett av skälen kan vara att bolaget vill få in pengar i syfte att göra förvärv eller betala skulder. Då detta skäl förekommer är det möjligt för företaget att få in ännu mera pengar än vad bara försäljningen av ursprungliga aktier skulle inbringa. Företaget gör då en nyemission i samband med noteringen. Att genomföra en nyemission samtidigt med noteringen innebär egentligen i grunden bara att företaget får ännu fler aktier att sälja. Detta kallas att göra en primär introduktion. Till skillnad från en primär introduktion kan företaget göra en sekundär introduktion vilket innebär att endast befintliga aktier i bolaget säljs ut.

## 3.3 Fast pris kontra intervall

Vid beslut om en notering av bolaget sker även en värdering av bolaget. Det är denna värdering som sedan ligger till grund för det pris som bolaget bestämmer att sätta på sin aktie. Att prissätta aktien är en svår balansgång. Det gäller för bolaget att både få alla aktier sålda samtidigt som ägarna inte vill sälja sina andelar för billigt. Sätter man priset för högt riskerar man att aktierna inte blir fulltecknade och man blir tvungen att antingen sänka priset eller ställa in noteringen. Sätter man ett för lågt pris riskerar man att få en stor uppgång i aktien och därmed göra sina tidigare ägare besvikna då de anser sig lurade på priset.<sup>15</sup> Vid prissättningen av aktien kan man välja mellan två olika förfaranden. Det ena är att sätta ett fast pris, ett så kallat fixed price offering, där alla investerare får ett fast pris att förhålla sig till. Vid

<sup>12</sup> www.se.omxgroup.com 2006-05-25

<sup>13</sup> Den tidigare OTC-listan upphörde 2000-07-03, samtliga aktier listade på OTC flyttades till O-listan

<sup>14</sup> Sveriges Aktiesparares Riksförbund, sid. 23 / www.stockholmsborsen.se 2006-05-25

<sup>15</sup> Ross, Westerfield & Jaffe, 2002, sid. 541

det andra tillvägagångssättet ger man investerarna ett prisintervall att ta ställning till. Det sker då något slag av auktionsförfarande, holländsk auktion eller prisdiskriminerande, där investerarna får lägga ett bud vad gäller både antal aktier samt pris. Vid en holländsk auktion får sedan alla investerare samma pris medan de vid en prisdiskriminerande auktion får betala det pris de lagt budet på.<sup>16</sup>

### 3.4 Listindelning<sup>17</sup>

Stockholmsbörsen delar upp sina aktier på två huvudlistor. Det finns A-listan som innehåller de största bolagen och sedan finns det O-listan som innehåller de mindre bolagen. Förutom denna indelning delas de två huvudlistorna upp i två delar. A-listan delas upp i Mest omsatta och Övriga och O-listan delas på liknade vis upp i Attract 40 och Övriga. Denna indelning sker med hänsyn till hur stor omsättning det finns i aktierna. De aktier det visas störst intresse för hamnar på Mest omsatt respektive Attract 40.

#### 3.4.1 Mest omsatta

Detta segment av A-listan har till syfte att föra fram de aktier som har livligast handel, de aktier som är mest likvida. Dessa aktier fastställs halvårsvis med följande krav:

- Den senaste 12 månadersperioden ska aktien ha omsatt mer än 6 miljarder kronor
- Bolaget ska ha ett marknadsvärde som är högre än 8 miljarder kronor vid periodens utgång

Finns det anledning att tro att ett nyintroducerat bolag uppfyller dessa krav kan det komma att noteras direkt under detta segment.

#### 3.4.2 Attract 40

Detta segment har till syfte att underlätta för investerare att hitta O-listans mest intressanta aktier. Därför är det även upp till investerarna att avgöra vilka bolag som ska ligga under Attract 40 och inte börsen. Liksom vid urvalet av Mest omsatta så är även här likviditeten i aktien en grundläggande parameter vid urvalet då detta är det bästa sättet att återge vad marknaden tycker är intressant. Kriterierna för att få vara med på Attract 40 är:

- Omsättningshastigheten ska vara bland de 40 högsta på O-listan.
- Skulle likviditeten i aktien motsvara kraven för att få vara med på Mest omsatt, kommer den att placeras under Attract 40.
- Att på engelska kunna erbjuda aktiemarknadsinformation.
- Bolaget ska ha ett fritt marknadsvärde som överstiger 500 mkr, för att locka internationella investerare i viss grad.

Till skillnad från Mest omsatt baseras kriterierna för Attract 40 på den senaste sexmånadersperioden.

---

<sup>16</sup> Högfeldt, 1997, sid. 38

<sup>17</sup> [www.stockholmsborsen.se](http://www.stockholmsborsen.se) 2006-05-25

### 3.5 Noteringskrav<sup>18</sup>

För att kunna bedriva en effektiv och ändamålsenlig handel har Stockholmsbörsen vissa specifika krav på bolagen som vill noteras. Dessa krav syftar till att se till att alla bolagen har de resurser som behövs vad gäller informationsgivande samt vidmakthålla allmänhetens tilltro för marknaden. Dessa krav skiljer sig en del beroende på vilken lista bolaget ämnar att noteras på. Bolag som redan är noterade på utländska börser kan ansöka om en sekundär notering, vilket gör processen enklare.

Generellt gäller följande regler för alla bolag som vill notera sina aktier på Stockholmsbörsen:

- **Legal granskning**  
En oberoende advokat skall inspektera bolaget inför noteringen samt skicka väsentliga iakttagelser av den legala granskningen till börsrevisorn
- **Upprättande av prospekt**  
Inför noteringen ska bolaget upprätta samt kungöra ett prospekt som ska vara ackrediterat och registrerat av Finansinspektionen.
- **Lägsta aktiepris vid notering**  
Öppningskursen för aktien första handelsdagen bör vara minst 25 kronor per aktie.
- **Informationsgivningsrutiner**  
I god tid före notering ska bolaget ha implementerat rutiner för hur informationsgivningen ska uträttas.

Förutom dessa krav tillkommer det en del specifika krav beroende på vilken lista bolaget vill noteras på. Bolag som önskas noteras på A-listan har strängare krav. Bolaget ska då kunna presentera redovisningshandlingar för minst tre år tillbaka i tiden, kunna visa att bolaget har en vinstintjäningsförmåga samt att de har ett marknadsvärde vid noteringen som överstiger 300 Mkr. För bolagen på O-listan krävs endast att bolaget kan påvisa att det har finansiella resurser som gör det möjligt att bedriva verksamheten ytterligare tolv månader.

Utöver ovanstående krav har alla bolag följande löpande krav att rätta sig efter:

- **Bolagsstyrning**  
Alla bolag som har ett marknadsvärde som är högre än 3 miljarder eller är noterade på A-listan måste tillämpa den svenska koden för bolagsstyrning.
- **Aktiespridning**  
Bolagen på A-listan måste ha fler än 2 000 ägare med ett ägande som överstiger 20 000 kronor vardera, samtidigt som kraven för O-listan är 500 aktieägare med aktier för 10 000 kronor eller mer.
- **Spridning av ägandet**  
Kraven skiljer sig även vad gäller ägandet. Ett bolag på A-listan är tvunget att ha minst 10 % av rösterna samt minst 25 % av aktierna i allmän ägo. I ett O-listenoterat bolag behöver endast det allmänna ägandet överstiga 10 % av aktierna och rösterna.

---

<sup>18</sup> www.stockholmsborsen.se 2006-05-25

Om ett bolag listat på A-listan inte längre uppfyller de kriterier som är föreskrivna flyttas bolaget till O-listan. Självklart förs en diskussion med företaget innan, och finner börsen att det endast är temporärt kan bolaget istället bli placerat på observationslistan. Bolag som väsentligt skiljer sig från kriterierna kan beslutas att avnoteras helt.<sup>19</sup>

### 3.6 Utvecklingen på Stockholmsbörsen 2000-2006



Diagram 3.2 OMXS index utveckling 2000-01-01 – 2006-05-29<sup>20</sup>

Utvecklingen på Stockholmsbörsen sedan år 2000 har varit minst sagt turbulent. Under slutet av 1990-talet steg börsen kraftigt och denna uppgång pågick även en bit på år 2000. I februari 2000 stod OMXS som högst på 385. Med anledning av en omvärdering av många sektorer och företag påbörjades nu en nedgång som skulle präglade utvecklingen under de kommande tre åren. Analytiker världen över höjde hela tiden förväntningarna trots att många företag helt saknade vinstpotential. Ett exempel är då analytiker i oktober 2000 spådde att Ericsson skulle göra en vinst på 40 miljarder kronor 2001. Då Ericsson presenterade sitt resultat för det aktuella året visade man istället på en förlust på 30 miljarder kronor. Missbedömningar av detta slag leder givetvis till enorma kursras vilket de allra flesta bolag fick erfar under denna period. Under år 2000 introducerades 19 nya bolag på Stockholmsbörsens A- och O-lista vilket kan jämföras med 2001 då endast 6 bolag introducerades.

Under 2001 fortsatte nedgången och i slutet av året hade index sjunkit med knappt 20 procent. För första gången sedan oljekrisen under mitten av 1970-talet gick Stockholmsbörsen ner två år i rad.<sup>21</sup> Slutet av året präglades av terroristattacker mot USA vilket medförde stor oro på marknaderna runt om i hela världen. Denna oro fortsatte under 2002 och trots sänkta räntor föll Stockholmsbörsen med hela 36 procent vilket är det sämsta året sedan börs krisen på 1930-talet. Året präglades dessutom av redovisningsskandaler och krigsoro vilket spädde på osäkerheten och därmed bidrog därmed till den kraftiga nedgången.<sup>22</sup> Under 2002 noterades 4 bolag på Stockholmsbörsen O-lista.

2003 började oroligt på grund av osäkerhet på världens marknader. Denna osäkerhet grundade sig mycket i olika terroristattentat samt ovissheten angående USAs framtida agerande i Irak. Under årets

<sup>19</sup> www.stockholmsborsen.se 2006-05-25

<sup>20</sup> www.di.se 2006-05-29

<sup>21</sup> www.oresund.se 2006-05-14

<sup>22</sup> ibid

tre sista kvartal började börsen återhämta sig och i slutet av året hade index stigit med 29 procent.<sup>23</sup> På grund av osäkerheten under tidigare år skedde det inga IPOs under detta år.

Under 2004 fortsatte kursuppgången främst på grund av att räntan låg på en fortsatt låg nivå samt att företagen började visa goda vinster.<sup>24</sup> Index steg med hela 18 procent under året men det skedde dock bara tre rena IPOs vilket kan förklaras av att företagen hade en fortsatt osäker bild av marknaden.

Med anledning av ett fortsatt lågt ränteläge samt en förbättrad produktivitet och en god konjunktur blev 2005 ett mycket bra år på Stockholmsbörsen.<sup>25</sup> Även antalet IPOs ökade jämfört med året innan, fem icke tidigare noterade bolag kom in på Stockholmsbörsens O-lista. Under året steg SAX-index med hela 33 procent.

Under 2006 har index hittills sjunkit med någon enstaka procent. I början av året steg index med cirka 13 procent. I maj backade dock börsen tillbaka och börser runt om i hela världen fick uppleva kraftiga nedgångar. Dessa nedgångar tros bero på att många investerare vill ta hem vinster efter de senaste årens kraftiga uppgångar men också på inflationsoro i USA. Första kvartalet introducerades två helt nya företag på Stockholmsbörsens O-lista. Båda företagen gav en mycket positiv initial avkastning.

---

<sup>23</sup> [www.oresund.se](http://www.oresund.se) 2006-05-14

<sup>24</sup> ibid

<sup>25</sup> ibid



# 4. Teori

I detta kapitel presenterar vi de teorier som tidigare forskning i ämnet har gett upphov till. De teorierna vi tar upp förklarar orsaken till underprissättningar och varför en initial kursuppgång sker. Vi presenterar även statistik som tidigare forskning har visat och som påvisar fenomenet underprissättning.

## 4.1 Tidigare forskning

Ibbotson fann redan på 1970-talet att teckningskursen vid amerikanska nyintroduktioner i genomsnitt har varit prissatt 11 procent under marknadsvärdet.<sup>26</sup> Flera andra forskare har sedan dess bekräftat det Ibbotson visade i sin forskning, Ritter undersökte exempelvis 1 030 bolag som introducerades mellan 1977 till 1982 i USA.<sup>27</sup> Hans forskning visade att den genomsnittliga introduktionen steg med 14,8 procent under första handelsdagen. För introduktioner med best-effort avtal var siffran hela 47,8 procent.

Nedanstående tabell visar en summering av studier om underprissättningen vid IPOs för 32 länder gjorda av olika forskare runt om i världen. Värt att notera är Kinas kraftiga underprissättning på 388 procent. Den extrema siffran härrör sig främst från det faktum att man endast får köpa så kallade A-aktier i Kina om man är kinesisk medborgare, vilket har lett till en kraftig kursökning under första handelsdagen.<sup>28</sup>

Land	Forskare	Antal introduktioner	År	Genomsnittlig initial avkastning
Australien	Lee, Taylor & Walter	266	1976-89	11.9%
Belgien	Rogiers, Manigart & Ooghe	28	1984-90	10.1%
Brasilien	Aggarwal, Leal & Hernandez	62	1979-90	78.5%
Chile	Aggarwal, Leal & Hernandez	19	1982-90	16.3%
Danmark	Bisgard	29	1989-97	8.0%
Finland	Keloharju	85	1984-92	9.6%
Frankrike	Husson & Jacquillat; Lelux & Muzyka; Paliard & Belletante	187	1983-92	4.2%
Grekland	Kazantis & Levis	79	1987-91	48.5%
Holland	Wessels; Eijgenhuijsen & Buijs	72	1982-91	7.2%
Hong Kong	McGuinness; Zhao & Wu	334	1980-96	15.9%
Indien	Krishnamurti & Kumar	98	1992-93	35.3%
Israel	Kandel, Sarig & Wohl	28	1993-94	4.5%
Italien	Cherubini & Ratti	75	1985-91	27.1%
Japan	Fukuda; Dawson & Hiraki; Hebner & Hiraki; Pettway & Kaneko; Hamao, Packer & Ritter	975	1970-96	24.0%
Kanada	Jog & Riding; Jog & Srivastava	258	1971-92	5.4%
Kina	Datar & Mao	226	1990-96	388.0%
Korea	Dhatt, Kim & Lim	347	1980-90	78.1%

<sup>26</sup> Ibbotson, 1975, sid. 326ff

<sup>27</sup> Ritter, 1987 sid. 128ff

<sup>28</sup> Ross, Westerfield & Jaffe, 2002 sid. 541 ff

Malaysia	Isa	132	1980-91	80.3%
Mexiko	Aggarwal, Leal & Hernandez	37	1987-90	33.0%
Nya Zeeland	Vos & Cheung	149	1979-91	28.8%
Portugal	Alpalhao	62	1986-87	54.4%
Schweiz	Kunz & Aggarwal	42	1983-89	35.8%
Singapore	Lee, Taylor & Walter	128	1973-92	31.4%
Spanien	Rahnema, Fernandez & Martinez	71	1985-90	35.0%
Storbritannien	Dimson; Levis	2,133	1959-90	12.0%
Sverige	Rydqvist	251	1980-94	34.1%
Taiwan	Chen	168	1971-90	45.0%
Thailand	Wethyavivorn & Koo-smith	32	1988-89	58.1%
Turkiet	Kiyamaz	138	1990-96	13.6%
Tyskland	Ljunqvist	170	1978-92	10.9%
USA	Ibbotson, Sindelar & Ritter	13,308	1960-96	15.8%
Österrike	Aussenegg	61	1984-95	6.5%

Tabell 4.1 Sammanställning av den initiala utvecklingen vid börsintroduktioner internationellt<sup>29</sup>

## 4.2 Underprissättningsteorier

Under åren har flertalet teorier försökt förklara den underprissättning som har visat sig förekomma på alla världens börser. Vi presenterar de teorier som vi kommer att använda oss av i uppsatsen och som vi senare kommer att referera till. Vi har valt att behålla teoriernas engelska namn på grund av risk för pinsamma försök till översättning. Teorierna som vi har valt är de som vi har funnit relevanta och som vi har funnit stöd för eller kunnat avstyrka vid vår kvantitativa och kvalitativa undersökning. Vi ankynter senare till teorierna i vår analys med det som har framkommit under vår studie.

### 4.2.1 Winners curse<sup>30</sup>

1986 presenterade Kevin Rock sin hypotes om vinnarens förbannelse. Hypotesen förutsätter att det vid en börsintroduktion finns ett förutbestämt antal aktier till försäljning. Om efterfrågan är hög leder det inte direkt till underprissättning men den asymmetriska information som finns mellan investerare kommer att drabba de som är sämst informerade. Rock delar in investerarna i två kategorier, de som är perfekt informerade och de som är helt oinformerade om aktiens framtida pris. De informerade investerarna kommer enbart att investera i nyintroduktionen om aktien är underprissatt medan de oinformerade kommer att delta i både en överprissatt och en underprissatt introduktion. Detta leder till att den oinformerade får en relativt liten tilldelning vid en underprissättning och en större tilldelning vid en överprissättning. Vinnarens förbannelse är när den oinformerade får sin fulla andel på grund av att den informerade investeraren inte är intresserad av introduktionen eftersom den inte är underprissatt. Detta leder till att den oinformerade vill att introduktionerna i genomsnitt ska vara underprissatta för att de ska våga teckna aktier.

Rocks teori om vinnarens förbannelse har testats i flera studier. Koh och Walter<sup>31</sup> genomförde en studie i Singapore för att testa modellen och deras studie gav stöd till Rocks teori.

<sup>29</sup> Ross, Westerfield & Jaffe, 2002 sid. 541 ff

<sup>30</sup> Rock, 1986, sid. 187 ff

<sup>31</sup> Koh & Walter, 1989, sid. 251 ff

#### 4.2.2 The costly information acquisition hypothesis<sup>32</sup>

Benveniste och Spindt presenterar en förklaring till underprissättning som bygger på den informationsasymmetri som finns mellan det emitterande företaget och investerare. Enligt dem uppkommer underprissättning naturligt som en kompensation till investerare med positiv information angående värdet på aktien. Om inte de kompenseras genom ett lågt pris kan de helt enkelt sitta inne med informationen för att sedan vid introduktionen göra en vinst. Genom denna kompensation eller rabatt kan man få tillgång till värdefull information. Med hjälp av denna kan man sedan höja priset och på så sätt minska den efterföljande underprissättningen. Benveniste och Spindt menar att konsekvensen av detta blir att man måste sätta en låg teckningskurs för att kompensera de investerare som avslöjar positiv information om aktien.

#### 4.2.3 Compensation and rationing hypothesis<sup>33</sup>

Kristian Rydqvist har försökt att förklara underprissättning som ett sätt för företaget eller investmentbanken att kompensera sina kunder. Idag är underprissättning ett välkänt fenomen bland investerare, vilket har lett till ett stort intresse för introduktioner vilka nästan alltid övertecknas. Därför måste man som emittent ransonera teckningsrätterna. Som en följd av denna ransonering väljer man att låta sina intressenter teckna aktien. Man väljer därför att kompensera det emitterande företags anställda, kunder och leverantörer, alternativt investmentbankens kunder beroende på vem som har kontroll över tilldelningen. Kompensationen gör man genom att underprissätta aktien. Rydqvist fokuserar även i sin artikel på att underprissättningen var kraftigare i Sverige innan 1990 på grund av den lagstiftning som gällde angående inkomst av kapital. Att underprissätta aktien var då ett sätt för företaget att kompensera sina anställda istället för att öka lönen.

Det har visat sig svårt att testa Rydqvist teori, framförallt eftersom bankerna inte är skyldiga att tillkänna den slutgiltiga tilldelningen på aktierna.

#### 4.2.4 The cascade hypothesis<sup>34</sup>

Welch har presenterat en modell som visar att investerare inte bara tar hänsyn till sin egen information då man beslutar sig för att investera i en introduktion. I beslutet ingår enligt Welch mycket psykologi och man tar därför stor hänsyn till hur andra investerare reagerar på introduktionen. Om man personligen har stort förtroende för bolaget och tror att kursutvecklingen kommer vara positiv kan man ändå bli osäker om inga andra investerare anmäler sitt intresse. Denna osäkerhet kan då leda till att man istället väljer att inte teckna aktier trots sin tilltro och kunskap om företaget. Om sådana rykten cirkulerar bland investerare kan det ställa till med stora problem för företaget och man riskerar att inte kunna fullteckna introduktionen. En IPO som inte fulltecknas ger dålig publicitet till dels företaget men även till den investmentbank som står bakom introduktionen. För att förhindra detta problem kan man underprissätta introduktionen för att locka de första investerarna att delta i introduktionen. Man skapar på så sätt en kaskad där alla investerare följer varandra och man lägger då inte längre lika stort värde i sina egna värderingar.

---

<sup>32</sup> Benveniste, Spindt, 1989, sid. 343ff

<sup>33</sup> Rydqvist, 1997, sid. 295ff

<sup>34</sup> Welch, 1992, sid. 695-732

#### 4.2.5 The Investment bank's monopsony power hypothesis<sup>35</sup>

Denna hypotes fokuserar på den informationsasymmetri som kan förekomma mellan företaget och emissionsbanken. Banken har ofta större kunskap om den finansiella marknaden och kan utnyttja detta övertag för att underprissätta introduktionen. I och med att man sätter en lägre teckningskurs blir det lättare för banken att hitta investerare som är villiga att köpa aktien. Banken kan således fullteckna introduktionen med en mindre ansträngning och dessutom skapa en eventuell överteckning som ger investmentbanken gott renommé. Investmentbanken får dessutom en möjlighet att erbjuda sina kunder aktier till ett mycket förmånligt pris. Denna hypotes gynnar investmentbanken i flera avseenden men missgynnar företaget då de säljer sina aktier till ett för lågt pris. Hypotesen motsägs av det faktum att när investmentbanker noteras har de haft samma rabatt som andra företag av motsvarande storlek.

#### 4.2.6 The wealth redistribution hypothesis<sup>36</sup>

Underprissättning kan uppstå då man vill uppnå andra mål än att bara få in kapital. Detta är vanligt då länder säljer ut statliga företag för att vinna förtroende hos väljarna. Regeringen sätter då ett medvetet lågt pris och säljer ut aktier till allmänheten med förhoppning att aktien ska ge en bra avkastning. Med denna metod kan regeringen vinna röster samt göra introduktionen mer legitim. Rent ekonomiskt är detta inte gynnsamt för staten då man får in mindre kapital, men ur regeringens perspektiv kan detta ändå vara ett alternativ då man uppnår andra resultat som kan gynna de styrande partierna i framtiden. Historiskt sett har statliga introduktioner haft en högre initial uppgång än privata introduktioner.

#### 4.2.7 Signalling hypothesis<sup>37</sup>

För att utvärdera om en börsnotering varit lyckad eller ej är det oftast kursförändringen man först tittar på. En lyckad notering innebär en stigande utveckling på aktiekursen. Detta medför att om marknaden skall mottaga ett bolags notering med positiva ögon borde aktien ha en stigande kursutveckling. I sin tur innebär detta att underprissatta introduktioner borde ha större chans att ge positiva signaler till de nyblivna ägarna. Allen och Faulhaber presenterade sin teori "the signalling hypothesis" mot bakgrund av dessa fakta. Enligt Allen och Faulhaber är det väldigt viktigt för ett företag att ge positiva signaler redan vid sin notering. Detta kommer att ge företaget goodwill inför en eventuell kommande nyemission. Har bolaget visat sig vara en god investering kommer de att få lättare att genomföra en emission i framtiden.

Vi har dock funnit negativ kritik till Allen och Faulhabers teori hos andra författare. Både Yale professorn Ivo Welch<sup>38</sup> och Jon Garfinkel<sup>39</sup>, verksam på University of Iowa, är tveksamma till att det lågt satta priset på aktien kan härröras till eventuella framtida emissionsplaner.

---

<sup>35</sup> Baron, 1982, sid. 955-976

<sup>36</sup> Ibbotson & Ritter, 1995 sid. 993-1016

<sup>37</sup> Allen & Faulhaber, 1989, sid. 303ff

<sup>38</sup> Welch, 1989, sid. 421-449

<sup>39</sup> Garfinkel, 1993 sid. 74-83

#### 4.2.8 Lawsuit avoidance model<sup>40</sup>

Professor Seha M. Tinics teori går ut på att investerare som är missnöjda med sin investering av den anledningen att aktien har en negativ kursutveckling stämmer investmentbanken och de tidigare ägarna. Detta skulle innebära att bolaget inte bara får advokatkostnader och andra direkta kostnader av stämningen utan även riskerar att få dåligt rykte. Risker för dåligt rykte kan i långa loppet vara förödande för bolaget och banken. För att undvika och försäkra sig mot ett sådant scenario väljer bolaget och banken att notera bolaget med en viss rabatt. Bankerna är väldigt måna om sitt rykte, varför de har ett stort intresse i att inte skada det och riskera att mista sitt förtroendekapital. Denna teori förutsätter att investerare stämmer bolaget och banken i de fall aktien skulle falla. Vi antar att detta är en mer vanlig företeelse i USA än Europa. Vi ser även problematiken att, på samma sätt som att investerarna kan stämma bolaget kan de säljande ägarna stämma banken, ifall de tycker sig blivit lurade till att sälja för billigt.

#### 4.2.9 The stabilization hypothesis<sup>41</sup>

Vid en snabb genomgång av ett bolags noteringsprospekt kan man se att banken har rätt att sälja ut 115 procent av de aktier som ska säljas. Detta har till syfte att stabilisera aktiekursen i början av dess börsliv. Ruud påstår att den initiala kursförändringen är överskattad. På grund av att banken går in och köper tillbaka de 15 procent av aktier de sålde kommer inte kursen att förändras markant. Genom att köpa aktier minskar de säljtrycket och även det kursfall som annars skulle kunna ske. Banken uppnår på så sätt sitt syfte med att stabilisera och minska volatiliteten i aktien.

Denna teori skulle i princip innebära att den initiala kursförändringen för ett nynoterat bolag skulle vara oförändrad. Vi kommer senare i vår analys på ett enkelt sätt kunna utvärdera om detta är fallet eller ej.

---

<sup>40</sup> Tinic, 1988, sid. 789-822

<sup>41</sup> Ruud, 1993, sid. 135-151

# 5. Empiri

I detta kapitel presenterar vi de data som vi har inhämtat. Vi presenterar först de resultat som vi har funnit i den kvantitativa delen av vår studie. Därefter sammanfattar vi relevant information som har framkommit under våra intervjuer.

## 5.1 Kvantitativa data

Vi har valt att undersöka aktiens kursförändringar hos de introducerade företagen den närmaste tiden efter introduktionen. De nedslag vi har gjort är under den första, femte samt tjugonde handelsdagen. Vi har även undersökt olika variabler hos bolagen i samband med introduktionen. De variabler vi anser vara intressanta är branschtillhörighet, emissionsbank, storlek på introduktionen, introduktionsår samt teckningskursen. I likhet med tidigare forskning på området har vi valt att vikta kursförändringen mot index för att i största möjliga grad motverka kursens påverkan av det rådande borsklimatet. Indexet vi har valt är Stockholmsbörsens All-Share index (OMXS) som innefattar samtliga företag på A- och O-listan. Den uträkning vi har använt för att räkna ut kursförändring ser ut enligt följande:

$$\frac{(P_1 - P_0)}{P_0} - \frac{(OMX_1 - OMX_0)}{OMX_0}$$

$P_0$  = Teckningskurs

$P_1$  = Slutkurs aktuell handelsdag

$OMX_0$  = OMXS-slutkurs dag innan introduktionsdag

$OMX_1$  = OMXS-slutkurs aktuell handelsdag

### 5.1.1 Initial kursförändring

Vårt huvudsakliga intresse när vi inledde arbetet var den initiala kursförändringen, det vill säga den förändring som sker från teckningskursen under första handelsdagen.

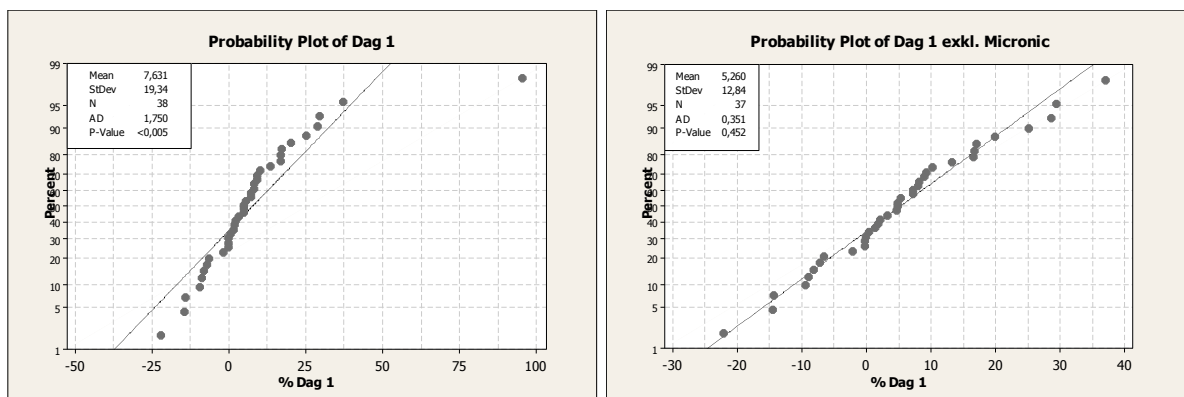


Diagram 5.1 (vänster) Normalfördelningstest på den initiala kursförändringen.

Diagram 5.2 (höger) Normalfördelningstest på den initiala kursförändringen exklusive Micronic Laser Systems

För att se om våra data var normalfördelad testade vi den i Minitab och noterade att Micronic Laser Systems låg långt ifrån normalfördelningskurvan (se diagram 4.9). Eftersom vi då betraktade Micronic som uteliggare gjorde vi om testet utan dem och fick fram tydligt normalfördelad data (se diagram 4.10).

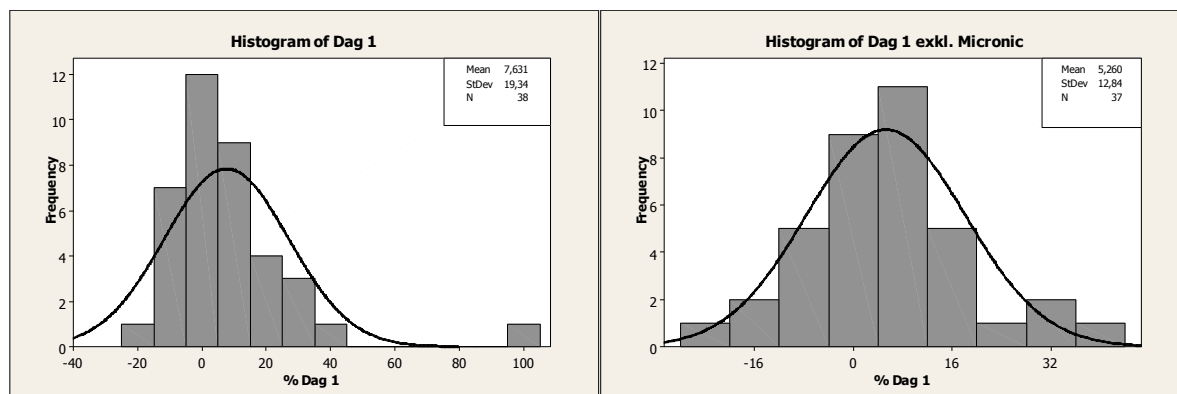


Diagram 5.3 (vänster) Histogram och normalfördelning över den initiala kursförändringen uttryckt i procent

Diagram 5.4 (höger) Histogram och normalfördelning över den initiala kursförändringen uttryckt i procent exklusive Micronic

Vi ser tydligt i diagrammen ovan hur Micronic påverkar våra data. Vi har därför valt att utesluta Micronic ur våra följande resultat. Om vi håller oss till informationen i de högra diagrammen (5.2 och 5.4) får vi ett medelvärde på 5,3 procent i initial kursuppgång med en standardavvikelse på 12,8.

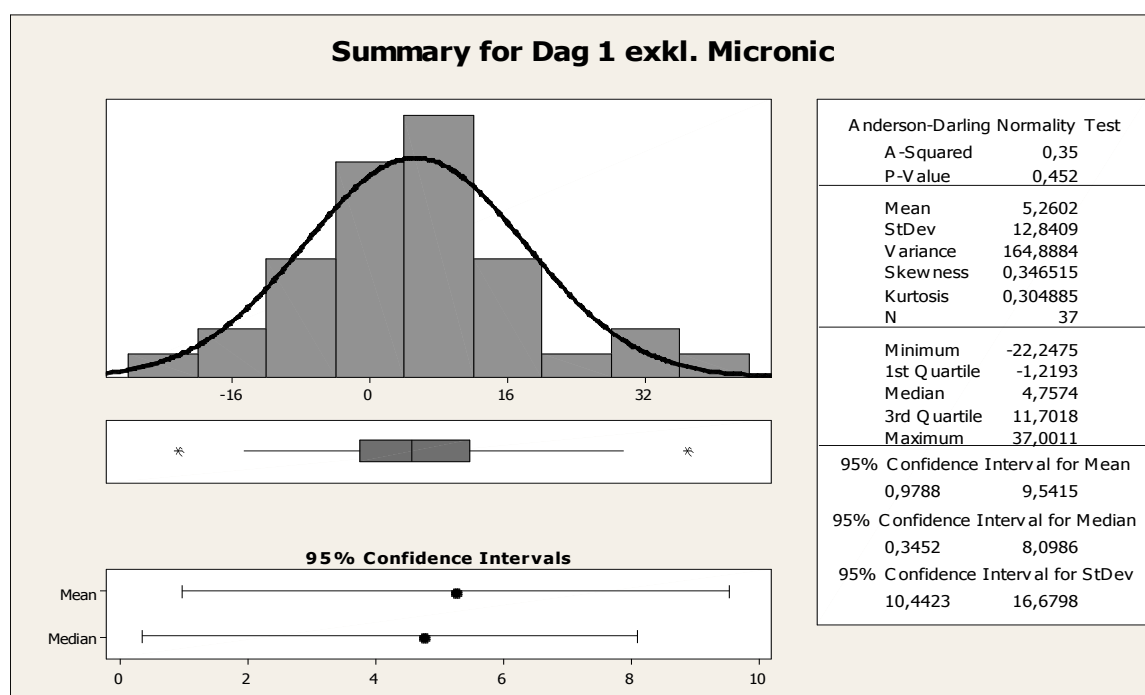


Diagram 5.5 Statistisk sammanställning av den initiala kursförändringen exklusive Micronic

I figuren ovanför ser vi en statistisk sammanställning av våra data på kursförändringen under första handelsdagen. Som vi ser befinner sig den största andelen av introduktionerna på en initial kursuppgång på mellan 4 och 12 procent. Våra data ger oss en median på cirka 4,8 procent vilket är nära vårt funna medelvärde på cirka 5,3 procent. Maxvärdet representeras av Gant som hade en initial kursuppgång på 37 procent. Sämst kursutveckling stod Retail and Brands för med en kursnedgång på 22 procent under den första handelsdagen.

### 5.1.2 Samband mellan initial kursförändring och börsutvecklingen

För att undersöka om börsutvecklingen under introduktionsdagen påverkar den initiala kursförändringen jämförde vi korrelationen dem emellan. Vid våra tidigare analyser har vi vägt kursförändringen mot OMX-index för att i största möjliga mån undvika börsutvecklingens påverkan på kursen. I det här fallet vill vi naturligtvis inte räkna in index eftersom det då påverkar korrelationen mot densamma.

Vid en jämförelse mellan kursförändringen vid introduktionen och index får vi en korrelation på 0,287 vilket tyder på ett svagt samband.

### 5.1.3 Bransch

De 37 företag som har introducerats under den aktuella tidsperioden och som ingår i vår undersökning har vi delat in efter branschtillhörighet. Vi har valt att utgå från Privata Affärers<sup>42</sup> branschindelning i största möjliga mån.

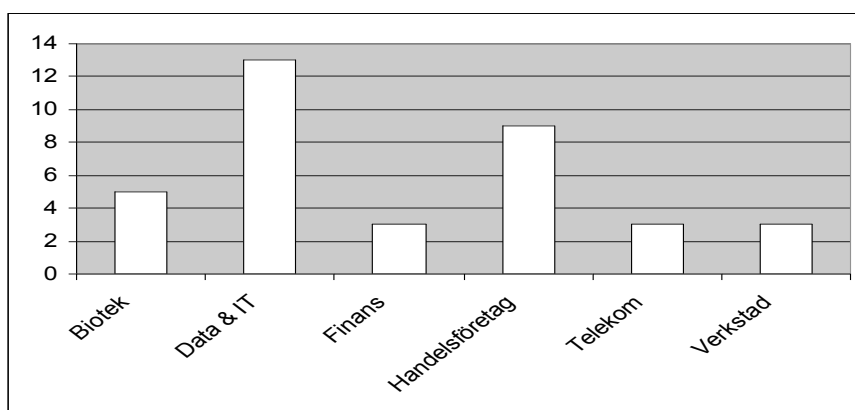
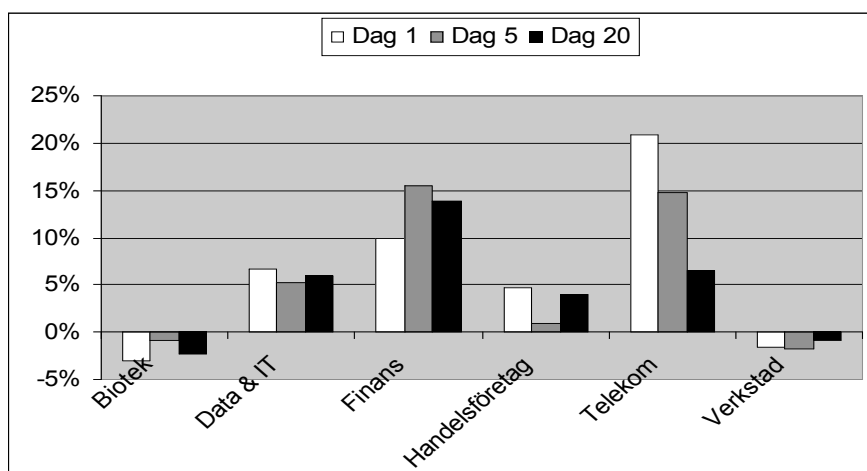


Diagram 5.6 Antal introduktioner sorterat efter bransch

Under den aktuella perioden är det en kraftig överrepresentation av företag inom data & IT samt även handelsföretag i viss utsträckning. Företaget Jobline inom rekrytering passade inte in under någon etikett i vår branschindelning och vi har därför valt att hålla dem utanför denna del av undersökningen.



<sup>42</sup> www.privataaffarer.se 2006-05-11



Diagram 5.7 Aktieutveckling sorterat efter bransch

Den initiala kursutvecklingen har varit kraftigast hos telekomaktier men de har fallit tillbaka under den fortsatta handeln. De finansiella företagen är de som bäst har lyckats bibehålla sin initiala kursuppgång. Både biotek och verkstadsföretag har visat en tendens att vara överprissatta under de senaste åren, vilket deras initiala kursfall visar på.

### 5.1.4 Emissionsbank

Genom Stockholmsbörsen har vi fått tillgång till information om vilka banker som har haft det huvudsakliga ansvaret för introduktionen.

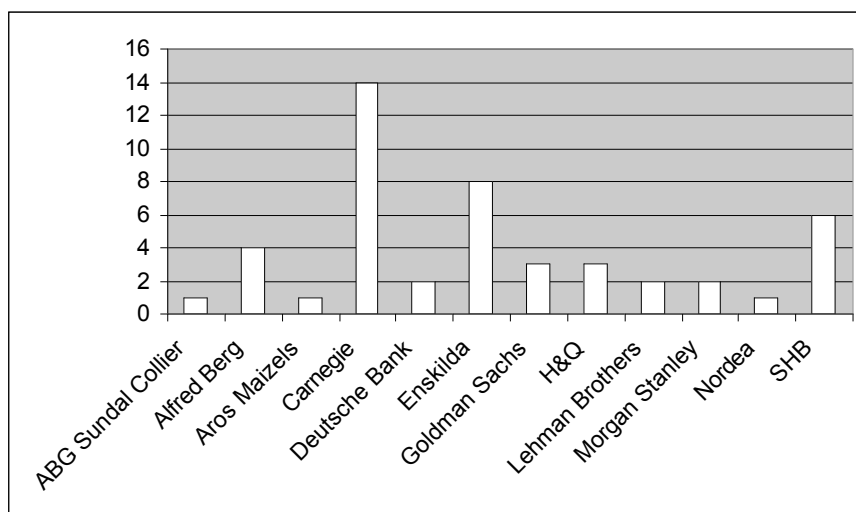


Diagram 5.8 Antal introduktioner per emissionsbank

I många fall är det fler än en bank som varit delaktig och vi har valt att sortera informationen efter samtliga introduktioner där respektive bank har deltagit. Carnegie är den i särklass flitigaste banken, man har deltagit i drygt en tredjedel (38 procent) av introduktionerna. Enskilda och Handelsbanken har även de deltagit vid flertalet introduktioner.

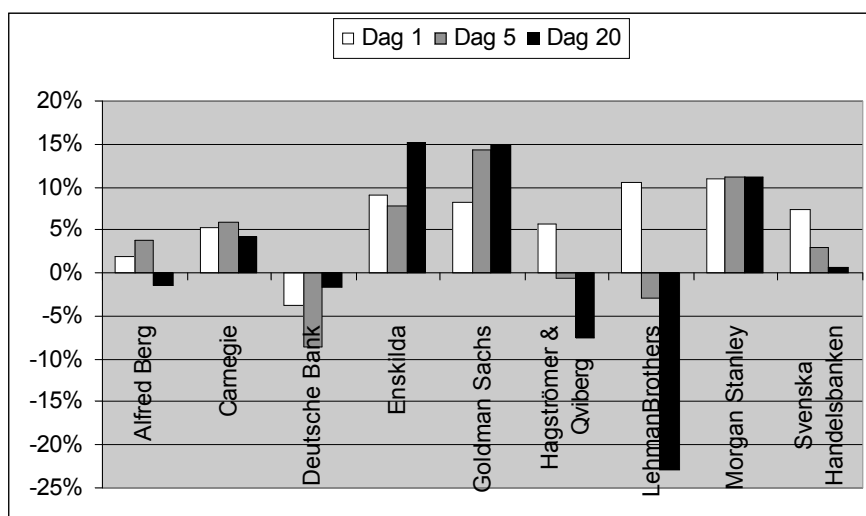


Diagram 5.9 Aktiekursutveckling sorterat efter emissionsbank

Vi har här valt att sortera bort de banker som endast har deltagit vid en introduktion för att få en större tydlighet i diagrammet. Av de banker som har deltagit i fler än en introduktion är det Enskilda, Goldman Sachs och Morgan Stanley som visar på den största underprissättningen. Svenska Handelsbanken har en initial kursuppgång på drygt sju procent men visar en tendens att sedan närma sig teckningskurserna, vilket kan tyda på en mer marknadsmässig prissättning vid sina introduktioner.

### 5.1.5 Storlek

För att undersöka om det finns någon skillnad i kursutvecklingen beroende på storleken på introduktionen har vi valt att dela in företagen utifrån denna variabel. Små (22st) företag representeras av de som har haft ett introduktionsvärde upp till en miljard kronor, medelstora (8st) av de upp till två miljarder samt stora (7st) av de som har haft ett introduktionsvärde på över två miljarder.

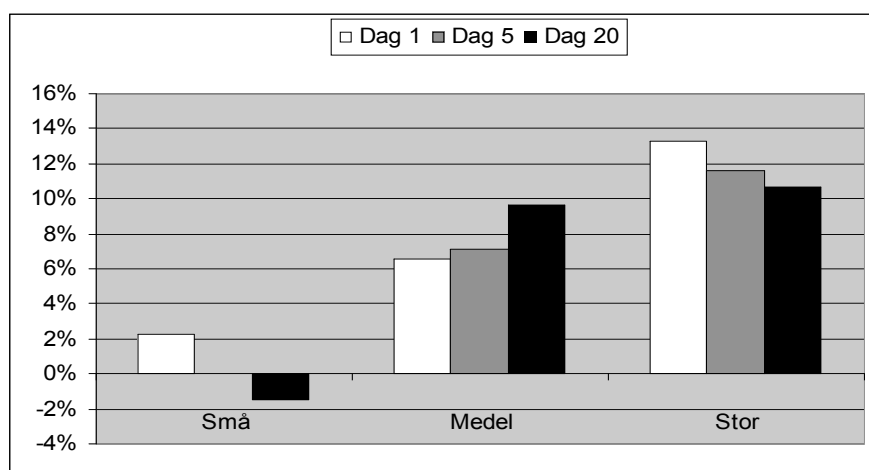


Diagram 5.10 Aktieutveckling sorterat efter storlek på introduktionen

Vår undersökning visar att under den aktuella tidsperioden har stora företag haft den högsta kursuppgången. Framförallt har den initiala uppgången varit kraftigast. Under första dagen har de stigit med drygt 13 procent i genomsnitt.

### 5.1.6 Introduktionsår

Under den valda tidsperioden har antalet introduktioner påverkats av det negativa börsklimatet. Det har därför varit relativt få introduktioner (38st), framförallt jämfört med slutet på 1990-talet i allmänhet och 1999 i synnerhet då 30 bolag introducerades.

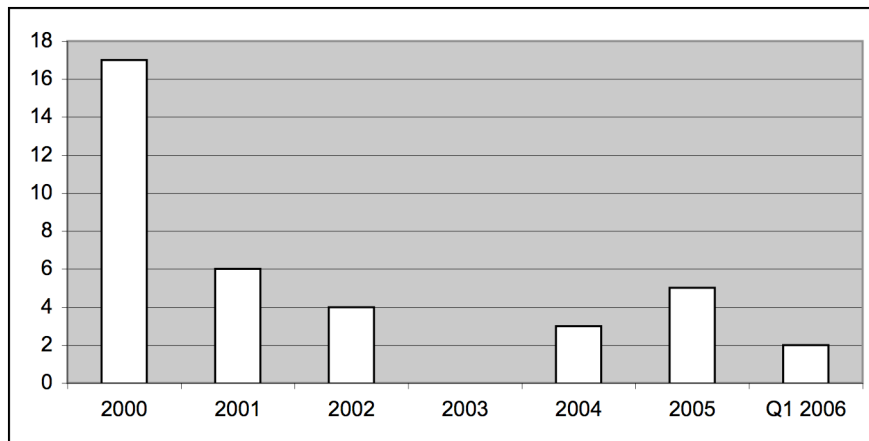


Diagram 5.11 Antal introduktioner fram till och med första kvartalet 2006

Under år 2000 genomfördes flertalet introduktioner trots att Stockholmsbörsen vände kraftigt neråt under året. Anledningen är sannolikt det tidigare börsklimatet under IT-yrans vilket gjorde att många företag valde att introducera sig på börsen. År 2003 genomfördes inga introduktioner på börsen om man inte räknar listbyten och avknoppningar. När nu börsen har visat en positiv utveckling de senaste åren ser man att företag återigen vågar gå till börsen. Enligt Svenska Dagbladet<sup>43</sup> står det nu 25 företag på Stockholmsbörsen i kö för introduktioner vilket är det maximala antalet. Vi räknar därför med att den stigande trenden kommer att fortsätta, med visst förbehåll för den kraftiga volatiliteten under maj månad. Viktigt att notera är att endast halva 2006 har förflutit och enligt nyemissioner.se<sup>44</sup> finns det ytterligare 14 planerade introduktioner på O-listan under återstoden av året.

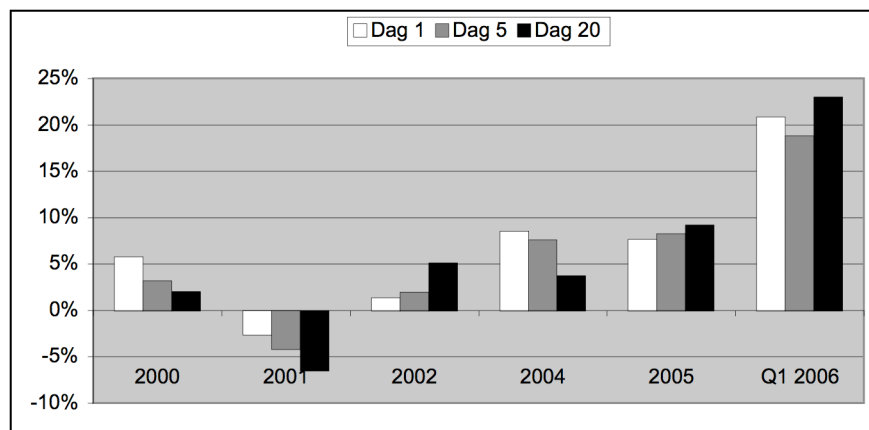


Diagram 5.12 Aktieutveckling sorterat efter introduktionsår

I diagrammet ser vi en tydlig skillnad i kursutvecklingen år från år. Om man jämför siffrorna som vi har kommit fram till med utvecklingen av OMX-index det året får vi en korrelation på 0,508. Det tyder på att det råder ett klart samband mellan det rådande börsklimatet och den initiala utvecklingen av aktien.

<sup>43</sup> Svenska Dagbladet Näringsliv 2006-05-11 sid.5

<sup>44</sup> www.nyemissioner.se 2006-05-14

## 5.1.7 Teckningskurs

Vi ville också undersöka om det finns några skillnader i kursutvecklingen beroende på storleken på teckningskursen. Vi delade därför in företagen i de med en teckningskurs under 50 kronor (8st), de med en kurs mellan 51 och 100 kronor (20st) samt de med en teckningskurs på över 100 kronor (9st).

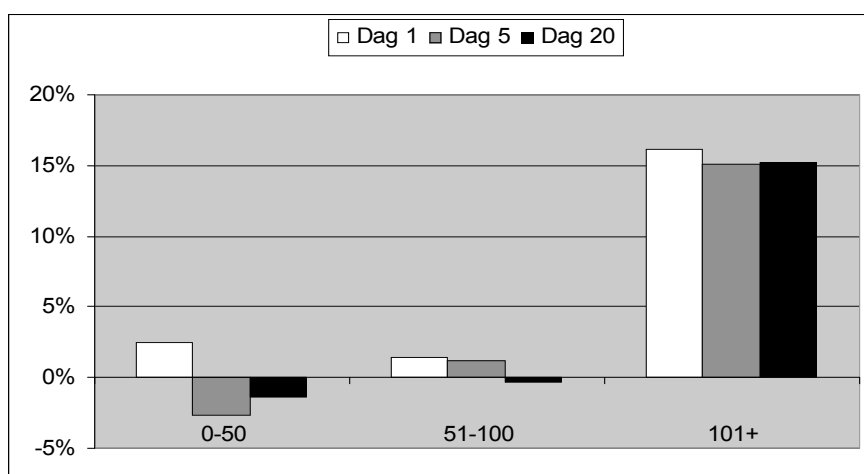


Diagram 5.13 Aktieutveckling sorterat efter teckningskurs

Här ser vi en tydlig tendens att de företag som har haft en hög teckningskurs har visat en kraftigare kursuppgång. Framförallt gäller det företag som Unibet, Gant och Tele1 Europe Holding<sup>45</sup> som alla har haft en hög teckningskurs. De företag med en teckningskurs över 100 kronor ger ett z-värde mot övriga populationen på 2,40 vilket visar på en klar signifikans med 95 procent säsäkerhet.

## 5.1.8 Primär och sekundär introduktion

Vi har funnit att endast sex bolag i vår studie har genomfört en sekundär notering. Det innebär att majoritet av bolagen gjorde en nyemission i samband med noteringen. Dock har vi sju bolag som vi inte kunnat få några uppgifter om. Detta beror på att sex av dessa noterades 2000 och ett 2001. Dessa bolag har sedan dess hunnit bli uppköpta eller gått samman med andra bolag. Av de sex bolag som inte genomförde någon emission kom fem stycken av dem in på borsen 2005 eller 2006. Att dessa bolag gjorde en sekundär notering kan tänkas bero på det rådande borsklimatet.

## 5.1.9 Fast pris kontra intervall

Under den aktuella tidsperioden introducerades fyra företag med så kallat fast pris. Vid en jämförelse mot övriga företag som använt en intervallprissättning fick vi ett närmast identiskt medeltal runt 5,2 på den initiala kursuppgången. Däremot fick vi en stor skillnad i standardavvikelse, vid fast pris var den hela 23, mot 12 vid intervall.

## 5.1.10 Prissänkning

Vi har även tittat på de pressreleaser som bolagen släppt efter att de gjort sin roadshow i syfte att se vilka som satt sitt pris i intervallen samt ifall det fanns några bolag som fått sänka priset. Vi fann två bolag, Alfa Laval och Retail and Brands, som fick sänka sitt pris. Båda dessa bolag uppger att skälet till

<sup>45</sup> Tillhör numera Song Networks

att de sänkte priset och intervallet var på grund av att det rådande börsklimatet inte tillät fullteckning av noteringen. Båda dessa bolag genomförde en emission i samband med sin notering. Retail and Brands noterades i mitten av 2001 och Alfa Laval inom ett år därefter. Då vi tittar på deras kursutveckling ser vi att RNB tappade drygt 22 procent första dagen och att Alfa Laval steg med nästan sju procent.

## 5.2 Kvalitativa data

De intervjuer vi har genomfört har gett många olika aspekter och synvinklar på vår frågeställning. Eftersom vi har intervjuat personer med olika bakgrund har vi fått infallsvinklar från olika delar av branschen. Det är främst tre områden som våra intervjupersoner har fokuserat på, nämligen prissättningen, tilldelningen av aktierna och investmentbankens inflytande gentemot företaget. Personer med olika bakgrund och yrkesroller har gett olika versioner av problemen som kan uppstå men i vissa fall har alla personer haft samma åsikter. För att få en bra bild över intervjuresultatet kommer vi presentera svaren från våra åtta intervjupersoner under respektive område.

### 5.2.1 Prissättning

Samtliga personer vi har intervjuat menar att den initiala uppgång som vi har påvisat i vår kvantitativa studie är medveten från dels företags sida men även från investmentbankens sida. Enligt Hagströmer är uppgången mycket viktig för båda parter då den ger goodwill. Företaget visar på styrka och lockar således nya investerare samtidigt som investmentbanken får god publicitet i press och media, vilket gynnar banken i framtida affärer. Qviberg menar att den initiala uppgången är mycket viktig för att locka investerare att teckna aktier i företaget. Han anser dock att uppgången inte bör vara för kraftig och menar att det är stötande om aktien stiger mer än 5-10 procent. Att se en kursstegring som i Gants fall är inte önskvärd ur de tidigare ägarnas synvinkel. Qviberg menar vidare att prissättningen dock inte bör vara feg utan ske till rimliga värderingar. Hagströmer däremot är mer kritisk till hur priset fastställs och menar att det prisintervall som företagen går ut med i noteringsprospekten ofta är satt i underkant i förhållande till företagets verkliga värde.

Då vi talade med Engel om prissättningsmetod hade han fått information av banken att Gant var det första bolaget på ca 10 år som hade använt sig av ett fast pris. På frågan varför de hade valt att sätta ett fast pris svarade Arthur Engel att valet hade flera fördelar. För det första är det en stor fördel vid roadshowen att kunna presentera ett specificerat pris för sina presumtiva investerare. Vidare har det den fördelen att ägarna vet hur mycket betalt de får. I Gants fall var ägarna beredda att sälja sina andelar till 141 kronor styck vilket innebär att bolaget vet precis hur stor andel som är till salu. Risken för felprissättning tycktes inte bekymra Engel, vilket annars kan vara en av de stora nackdelarna till att använda sig av ett fast pris. Ytterligare en faktor som spelade in för Gant var att de uppfattade situationen som att investerarna gillade denna prissättningsmetod. Gant fick mycket god respons på att de hade satt ett fast pris. Sedan sa Engel även att Gant tycker om att göra saker på sitt egna vis och eftersom detta inte gjorts på länge tyckte bolaget att det passade bra in i bolagets image. Gant är dessutom enda bolaget i vår undersökning som noterade sina aktier till ett fast pris utan att göra en emission i samband med noteringen.

Engel menar att det måste finnas en rabatt när man introducerar nya bolag i och med den risk som föreligger. I efterhand kan man tycka att Gants initiala uppgång med 37 procent är väldigt stor och att priset därmed var för lågt, men detta är mycket svårt att veta i förhand menar Engel. Trots denna

kraftiga uppgång är Gant och de största ägarna mycket nöjda med introduktionen och Engel menar att de två storägarna, 3i och L Capital genomfört en av sina bästa affärer någonsin. Både Qviberg och Andersson anser att uppgången i Gant var alldeles för hög och menar således att priset var satt till en för låg kurs. Qviberg ställer sig frågan varför man säljer sina aktier för billigt och menar att han skulle bli upprörd om han var säljare av Gantaktier. Även Andersson hade reagerat starkt vid en liknande försäljning och hade tagit upp diskussionen med investmentbanken angående det låga priset men säger samtidigt att det är mycket svårt att förutse marknaden. På frågan om Gant hade fått några negativa reaktioner från tidigare ägare blev svaret nej, alla som sålde aktier i Gant var mycket nöjda med utfallet. Även X anser att en initial uppgång är mycket viktig då detta ger företagen och bankerna ett gott rykte inför framtiden. Att genomföra en lyckad introduktion medför att man stärker sin marknadsposition och att det blir lättare att genomföra affärer i framtiden då man har ett gott rykte.

Enligt Hagströmer finns det flera orsaker till att en aktie får en negativ initial avkastning. Det rådande börsklimat är en faktor som spelar stor roll och denna bild förstärks av Engel. Gant planerade en introduktion redan 2002 men på grund av det dåliga börsklimatet tog man beslut om att skjuta upp introduktionen tills vidare.

Glevén anser att en uppgång är viktig men att den dock inte ska vara för kraftig eftersom aktien då uppenbarligen varit fel prissatt. Det är inte den dåliga publiciteten utan det faktum att investerare direkt sitter på en förlust. En utvecklig skall helst vara stabil, det visar även att aktien varit rätt pris satt.. Andersson menar också att det är relativt svårt att sätta ett korrekt pris eftersom man inte kan förutspå hur börserna kommer att röra sig under den aktuella perioden. En anledning till rabatten kan, enligt Glevén, vara att många institutioner placerade i introduktioner som gav en negativ avkastning i början av 2000-talet. Detta medförde att institutionerna blev försiktigare i sina placeringar och kräver därför en rabatt vid introduktioner. De institutionella ägarna är mycket viktiga för företagen då de ofta har ett mer långsiktigt perspektiv. En annan anledning till att IPO-fönstret har varit stängt de senaste åren är, enligt Glevén, att riskkapitalbolagen har fått bättre betalt för sina tillgångar av andra köpare, till exempel andra private equity spelare. Vid en sådan försäljning behöver man inte ta hänsyn till någon rabatt vilket innebär att man kan sälja tillgången för dess verkliga värde samt att man därutöver slipper lock-up effekten och kan göra en ren exit. Även Högbom är inne på detta spår och menar att det innebär en stor risk om företagen väljer att acceptera uppköpsbud från andra aktörer, och därmed väljer bort en börsintroduktion. Om detta ställs på sin spets skulle det, enligt Högbom, innebära att börserna bara attraherar bolag som ingen finansiell aktör vill köpa. Vid ett sådant scenario skulle bara de sämsta företagen hamna på börserna och småspararna skulle således inte få möjlighet att placera sina pengar i mer attraktiva företag.

Andersson menar att det även är mycket viktigt med att skapa en stabilitet i aktien. Detta kan uppnås genom att en så kallad green shoe vilket innebär att investmentbanken kan sälja ut fler aktier om det finns en stor efterfrågan. Dessa ytterligare aktier kan sedan köpas tillbaka under första månaden i syfte att stabilisera aktien. Enligt Glevén är det även viktigt att se till att intresset för aktien bibehålls. Sjunker intresset finns det risk för att aktien glöms bort, handeln i aktien minskar och det finns en risk att aktiekursen går ned. För att öka intresset kan man tex. se till att analytiker på investmentbanker inleder bevakning av aktien.

Enligt Hagströmer är det vanligt att företagen ökar sin reklambudget i och med introduktionen i syfte att göra en indirekt reklam för aktien. Att figurera mycket i press och media är mycket viktigt enligt alla våra intervjupersoner. Enligt Qviberg påverkas man mycket av vad som skrivs i tidningarna och jämför det med vilken reklam som helst. Då Öresund planerar investeringar påverkas de av vad som skrivs, men skapar samtidigt en egen bild av situationen. Vår kvantitativa undersökning visar att aktierna ofta

stiger initialt men går sämre än index på lång sikt. Detta förklarar Qviberg med att det ofta är stort fokus på aktien under introduktionsfasen men att intresset och medieutrymme för aktien ofta minskar med tiden. Engel påstår att Gant inte har ökat sin reklambudget under 2006 i syfte att marknadsföra aktien. I Gants kvartalsrapport kan man däremot läsa att Gant har genomfört en av de största marknadsföringskampanjer i företagets historia. Enligt Engel var det inte nödvändigt att öka reklambudgeten på grund av att Gant inte genomförde någon nyemission i samband med noteringen. Högbom menar också att reklamen är mycket viktig och att media har mycket stort inflytande över kursutvecklingen. Högbom anser vidare att den roadshow som företaget genomför tillsammans med investmentbanken också är en mycket viktig del av marknadsföringen och säger även att det är mycket svårt för ett företag att ta in hundra miljoner utan att göra reklam.

## 5.2.2 Tilldelning

Inställningen till hur tilldelningen sker av bolagets aktier skiljer sig bland våra intervjupersoner. Detta kan botten i att personerna har olika perspektiv samt även i det noterande bolagets situation. I Aspiros fall anlät de banken i syfte att de skulle hitta köpare och därmed blev det inte fråga om att själva vilja styra tilldelningen. Aspiro saknade helt enkelt kontaktnät för att kunna driva in nytt kapital. I Gants fall hade styrelsen mycket stort inflytande över tilldelningen. Det var investmentbanken som skötte själva processen men styrelsen hade alltid sista ordet. ”Vi lyssnade självklart på bankens råd men det är vi som skall leva med ägarstrukturen” säger Engel. Då vi talade med Johan Andersson på EQT menade han dock att det oftast hör till investmentbankens åtagande att få tilldela aktierna, en syn som inte alls delas av Sven Hagströmer. Hagströmer menar att aktierna tillhör bolaget och därför skall även de bestämma tilldelning. Hagströmer tycker dock att ägarna är för ödmjuka i denna fråga som tillåter banken att dela ut deras aktier till egna kunder för att tacka dem för att de är trogna banken, vilket också styrks av den bild vi får av Högbom. ”Fördelningen av aktier sker lite hipp som happ” uttrycker sig Hagströmer. Hagströmer tycker vidare att transparensen i denna fråga måste bli högre, det måste finnas större insyn i hur tilldelningen sker, något som även Johan Andersson nämner. Högbom menar dock att detta är en fråga man måste förhandla om vid uppköpet av tjänsten. Innan man går in i ett samarbete med en bank måste detta redas ut för väl inne i affären är det för sent. Hamnar aktierna hos investmentbanken har man fel rådgivare helt enkelt tycker Qviberg. I Xs fall visade det sig att det var investmentbanken som skötte tilldelningen helt och hållet, vilket det bolaget tyckte var helt i sin ordning.

Någon reglering för hur denna tilldelning ska skötas finns egentligen inte, det finns regler som bestämmer i vilken utsträckning bankens anställda ska få tillgång till aktierna men inte som reglerar tilldelning till gamla trogna kunder i banken. ”Ryktet är a och o i finansbranschen och tar lång tid att bygga upp” säger Högbom. Qviberg menar att tilldelningen i stor utsträckning regleras automatiskt då bankerna är mycket måna om sitt rykte. Gör bankerna dumma saker raseras detta snabbt och ingen vill köpa bankens tjänster i framtiden. Det ligger därför i bankens intresse att sköta detta på ett proffsigt sätt fortsätter Qviberg. Samtidigt menar han att säljarna måste ta hänsyn till kapitalmarknadens aktörer som blir förbannade vid en situation då de ej blir tilldelade aktier. Tilldelningen är med andra ord inte så lätt, det är svårt att tillfredställa alla parter. Senare i samtalet nämner Qviberg att den investmentbank han en gång i tiden startade tillsammans med Sven Hagströmer självklart vill ha bolag som skall introduceras just i syfte att kunna ge sina kunder chansen att få teckna aktier i ett nytt bolag. I Gants fall medger Engel att det var många bankkunder som blev besvikna efter att ha sett tilldelningen. Detta är dock inte så anmärkningsvärt med tanke på att Gants aktie var övertecknad drygt 40 gånger. Det är, enligt Engel, svårt att tillgodose alla investerare.

Vad som är gemensamt och föga överraskande för samtliga personers åsikter om tilldelningen är att alla bolag vill ha ägare med långsiktigt fokus på ägandet. Vem som sedan bestämmer hur ägarstrukturen ser ut är olika. De bolag vi talat med har inte upplevt att inflytandet över tilldelningen varit ett stort problem medan Sven Hagströmer tyckte att just denna process borde vara mer transparent i syfte att skapa en bättre tilldelning. Vidare erkänner X att det finns en informationsasymmetri mellan banken och ägarna, vilken lätt resulterar i att banken tar överhand och bestämmer vilka som skall få aktierna. X påpekar dessutom att det även finns en informationsasymmetri gentemot eventuella köpare av aktien. Det är klart att ingen går ut och säger att de investerar kortsiktigt eftersom det skulle resultera i att man inte får någon tilldelning. Här gäller det alltså att läsa mellan raderna eller på något sätt avgöra vilka man tror kommer agera långsiktigt.

### 5.2.3 Bankens inflytande

Under uppsatsens gång har vi stött på teorier som hävdar att investmentbanken har ett stort övertag gentemot ägarna då det kommer till information och kunskap om marknaden. Det finns en informationsasymmetri som banken nyttjar till sin fördel. När vi sedan talade med våra intervjupersoner blev bilden klarare för oss. De flesta håller med om att det kan finnas en viss asymmetri i informationen, banken har trots allt störst kontakt med investerare och det är deras jobb att ha kunskap om den. På senare tid har detta dock ändrats på grund av den förändring som skett i ägarstrukturen hos företaget. ”Den traditionella ägaren i form av en smålänning finns inte längre, idag styrs bolagen av professionella ägare” säger Högbom. Vid vår intervju med EQT visar det sig stämma väl överens med vad Högbom tidigare sagt. Andersson menar bestämt att EQT har lika mycket information och kunskap om marknaden som investmentbanken. Denna nya ägarstruktur menar Högbom har bidragit till att den informationsasymmetri som tidigare fanns inte längre är så stor. Högbom fortsätter med att påpeka att Gant tillhörde den traditionella ägarstrukturen, och då kan påpekas att av tre ägare som sålde var två av dem trots allt riskkapitalbolag. När vi frågar Qviberg om bankens inflytande tycker han att man som ägare har ett stort inflytande över banken. Det kommer dock fram vid vår intervju med Engel att han kan hålla med om att banken försöker ha stort inflytande, men han menar vidare att just på grund av styrelsens breda kompetens kunde besluten fattas i samråd mellan bank och styrelse. Hagströmers svar på samma fråga blir ”I min värld har banken för stort inflytande, ägarna är så enormt ödmjuka i förhållande till emissionsbanken så emissionsbanken har för mycket saying när det gäller fördelningen”. Engel tillägger senare i intervjun att anledningen till varför de anlitar en investmentbank är ju med anledning av deras kunnande, det vill säga informationsövertaget, annars hade de ju kunnat göra noteringen själva. En aspekt som likaledes kommer upp i intervjun med Adolfsson.

De bolag som vill gå till börsen köper en tjänst av investmentbankerna. Denna tjänst, precis som vilken annan affär som helst, måste skötas på ett professionellt sett. Genom att begära in ett antal offerter från olika banker, en så kallad ”beauty contest”, kan man både få ner priset och ställa krav på banken och då även deras inflytande. Enligt Glevén är detta även något som bolagen självklart är medvetna om och gör. Samma intryck får vi av en annan person vi intervjuat som varit med och haft mycket god insikt i en av börsnoteringarna under vår undersökningsperiod. Engel bekräftar samma bild och talar om för oss att de träffade flera banker innan de bestämde sig för att använda sig av Enskilda och ABG Sundal Collier. ”Vi träffade ju väldigt många olika emissionsbanker, även utländska, men i och med att vi är ett relativt litet bolag så är det för liten affär för exempelvis JP Morgan, vi behöver ändå en svensk bank för att vi är på den svenska marknaden...” fortsätter Engel som är väldigt nöjd med valet av bank och hur samarbetet fortskred. Engel menar vidare att han tycker att banken får väl betalt för de tjänster de utför. Att bankerna får bra betalt bekräftas av Högbom som dock menar på att det är som med så mycket annat, ”man betalar för vad man får”. De stora bankerna



tar bättre betalt vilket rättfärdigas av att de inte nödvändigtvis utför det tekniska arbetet bättre men de lägger ner lite mer tid, har ett annat rykte och andra kunder. De extra pengarna man betalar ges tillbaka till bolaget i form av den goodwill som banken ger företaget.

På frågan om investmentbanken har incitament att sätta en lägre teckningskurs i syfte att kunna genomföra introduktionen lättare svarar både Glevén och Andersson att företagen idag har så pass kompetent personal att detta inte är något större problem. Även Engel menar att Gants styrelse är så pass kompetent att det var svårt för investmentbanken att ställa för stora krav. Högbom säger vidare att det finns en skillnad mellan investmentbanker när det gäller bland annat kompetens och rykte, och nämner Carnegie och Enskilda Securities som två toppkandidater.

# 6. Analys

---

*I detta kapitel analyserar vi de data vi har inhämtat under våra kvantitativa och kvalitativa undersökningar. Vi tar hjälp av de teorier vi har presenterat tidigare för att analysera våra empiriska data.*

---

## 6.1 Upplägg av analys

Under vårt arbete med empiri och teori har vi kommit fram till att dela in vår analys efter de rubriker vi tycker avspeglar arbetet på bästa sätt. Vid analyserandet av materialet har vissa utmärkande företeelser uppdagats. Dessa särdrag har vi sorterat in i ett antal huvudfrågor som vi tycker berör vår problemställning.

## 6.2 Förändring av ägarstruktur

Tre av de teorier som vi valt att använda oss av bygger slutsatser om att det finns en informationsasymmetri mellan företaget som skall noteras och den investmentbank som skall genomföra noteringen. Denna informationsasymmetri leder i sin tur till att det uppstår en viss underprissättning av bolaget vid noteringen. I våra intervjuer har det kommit fram allt tydligare att denna informationsasymmetri tycks vara mindre än den tidigare varit. De talar om en förändring av ägarstrukturen. Detta borde leda till att den underprissättning som vi tidigare talat om kan förväntas vara mindre. Är underprissättningen mindre borde följaktligen den initiala kursförändringen inte vara så stor som tidigare studier visar på. Tittar vi till vår kvantitativa studie över hur kurserna förändras de första dagarna kan vi se att vår studie visar på mindre förändring i kurserna än vad tidigare genomförda studier visar, se diagram 5.5 samt tabell 4.1. Våra siffror visar på en initial uppgång på drygt fem procent, medan de tidigare studierna visar en uppgång på över trettio procent. Skillnaden är oerhörd, på bara elva år har den genomsnittliga kursförändringen för första dagen gått från 34,1 procent till ca fem procent. Detta tyder på att prissättningen är mer korrekt idag än för cirka två decennier sedan. Att kursförändringen inte är lika stor idag som förr kan således bero på att den informationsasymmetri som forskarna bygger sina teorier på kanske är mindre idag än för femton år sedan. Ser vi till våra kvalitativa data talar många om en ny ägarstruktur. Dagens ägare är ofta mycket mer insatta i finansbranschen än tidigare då många av dagens bolag har en riskkapitalist eller annan affärsängel som ägare. Dessa ägare har en helt annan kunskap om den finansiella marknaden än vad en typisk ägare för trettio år sedan hade. Då vi talade med EQT bekräftar de att så är fallet och menar att de har i stort sätt samma information som bankerna. Detta faktum har lett till en prissättning som är närmare marknadens värdering av bolaget.

Vidare ser vi i diagram 5.10 att stora bolag har en större kursförändring de första tjugo dagarna. Om detta beror på att de mindre bolagen i större utsträckning ägs av riskkapitalbolag talar inte vår undersökning om. Vi kan bara konstatera att bolag som är värderade till mer än två miljarder har en större kursförändring än de som är lägre värderade i vår studie. Vid en introduktion av större bolag borde det därav finnas en lägre risk för att drabbas av Rocks "winners curse". Teorin bygger på att det

finns investerare som är bättre informerade än andra. Dessa investerare går endast in i bolag de vet är underprissatta, medan en oinformerad investerare tecknar aktier i alla bolag. Ser vi till våra data som tyder på att underprissättningen minskar, torde detta kunna leda till två företeelser. Antingen kommer de välinformerade investerarna att utebli vid introduktioner då de inte längre får den underprissättning de tidigare kunnat utnyttja eller så fortsätter de att gå in vid vissa noteringar fast med vetskap om att de inte får den underprissättning de fått tidigare. Konsekvensen av detta anser vi är att de välinformerade investerarna kommer få det svårare att tjäna mer än den oinformerade investeraren. Om vi samtidigt tolkar våra data från intervjuerna anser både Qviberg och Andersson att det är stötande med en så stor uppgång som i Gants fall samtidigt som man menar att det är eftersträvaransvärt med en uppgång mellan 5-10 procent. En uppgång vi sett hos många av bolagen vi tittat på.

Även Högbom förklarade att utvecklingen de senaste åren går mot att bolagen ägs i allt större utsträckning av riskkapitalbolag. Han nämnde Gant som ett bolag av den ”gamla sorten”, där ursprungägaren fortfarande är med och styr bolaget. Gants tre ursprungägare är fortfarande kvar i bolaget men de hade likväl riskkapitalbolag som största ägare. Det är alltså en helt annan ägarstruktur idag, än vad vi har haft tidigare, där ägarna har mer information. Den minskade informationsasymmetrin påverkar priset ur många aspekter. Enligt Benveniste och Spindt tillkommer underprissättning naturligt som en kompensation till investerare med positiv information angående värdet på aktien. Då informationsasymmetri är mindre än tidigare kommer inte bolaget att behöva köpa till sig institutioner och andra investerares information genom att underprissätta aktien. Resultatet blir att bolaget kan sätta en högre teckningskurs från början vilket leder till att förändringen de första dagarna blir blygsammare än tidigare. Diagram 5.12 visar hur utvecklingen av kursen de första dagarna har förändrats sedan 2000. Vi kan inte se att utvecklingen tyder på en nedåtgående trend, vilket borde vara fallet förutsatt att utvecklingen lider dit Högbom menar. Detta kan möjligtvis förklaras med att vi har en för kort jämförelseperiod, börsklimatet och att riskkapitalbolagen redan 2000 hade stora ägarposter.

Då vår undersökning ändå tyder på att underprissättningen minskar innebär detta att Rydqvist teori om kompensation till kunder och andra intressenter blir mindre aktuell. Om inte bolaget längre rabatterar sina aktier kommer den kompensation som Rydqvist talar om bli minimal. Våra kvalitativa data tyder även de på att den kompensation som investmentbanken tidigare kunnat genomföra till sina trogna kunder är mindre idag än tidigare. Som ett resultat av den minskade informationsasymmetrin mellan bank och företag har deras förhållande blivit mer jämlikt, denna utjämning kan i sin tur leda till att företaget har mer att säga till om även i andra frågor, exempelvis tilldelningen av aktier.

Vi har i styckena ovan talat om att de välinformerade investerarna inte längre kommer att få kompensation för sin information och vi har även talat om att investmentbanken inte på samma sätt kommer att kunna kompensera sina trogna kunder. Detta tror vi i sin tur kommer att leda till att investmentbankerna i framtiden kommer att bli tvungna att jobba hårdare för att få noteringarna fulltecknade. Enligt ”investment bank’s monopsony power hypothesis” underprissätter banken aktien i syfte att skapa en överteckning som vid noteringen resulterar i en markant kursuppgång, vilken i sig ger banken ett gott rykte. Denna underprissättning utförs även med anledning av att det blir lättare och mindre ansträngning för banken att få noteringen fulltecknad. Om det är så att denna prissättning närmat sig det riktiga marknadspriset kommer inte banken att kunna skapa detta lika lätt. Banker kommer att vara tvungna att jobba hårdare för att få en fulltecknad notering och det blir svårare att exempelvis kompensera sina kunder med en underprissatt aktie. Vi anser vidare att banken kommer att få det tuffare att göra en lyckad notering, vilket innebär att de inte kan låta sitt rykte bero av aktiens initiala kursförändring utan kommer att vara tvungna att bygga sitt goda anseende på mer än bara en god kursutveckling.

Vår studie visar dock på att det fortfarande finns en viss förändring i kursen. Det är även svårt att säga om den minskade kursförändringen är ett resultat av den minskade informationsasymmetri vi konstaterat eller om det kan vara ett resultat av andra faktorer. Förutom detta ser vi att de noteringar som skett 2006 stigit markant mer än de 2005 vilket kan tolkas som att noteringarna återigen är mer underprissatta än tidigare. Om så är fallet tycks inte information samt marknadskunskap spela in i prissättningen.

### 6.3 Mål med introduktionen

Under studiens gång har vi flera gånger fått omdefiniera vad målet med en introduktion är. För ägarna som genomför introduktionen hade vi utgångspunkten att de vill maximera sin vinst vid försäljningen. Vi tog dock inte hänsyn till att de i de flesta fall sitter kvar med flertalet aktier och att de vill ha en bra långsiktig utveckling på aktien. Framförallt sitter man ofta med en viss lock-up effekt som gör att man inte kan sälja aktierna direkt. Detta var något som exempelvis enligt Andersson gjorde att EQT under de senaste åren har valt att sälja bolag utanför börsen. De vill ha en ren exit och ha möjlighet att sälja hela sitt innehav vilket de inte kan vid en lock-up effekt.

Eftersom ägarna vill ha en bra avkastning på sitt innehav vid introduktionen och en fortsatt stabil och positiv utveckling på aktien kan en underprissättning även vara av godo för dem. De kan exempelvis då enligt "the signalling hypothesis" underprissätta aktien för att visa marknaden en positiv utveckling på aktien och ge goodwill till företaget som förhoppningsvis hänger med i den fortsatta aktiehandeln. Teorin gäller främst vid framtida nyemissioner men borde även kunna appliceras på aktiekursen. Även Welchs "cascade hypothesis" kan leda till en fortsatt positiv aktieutveckling. Genom att underprissätta aktien får man flera investerare att investera och även de investerare som var tveksamma från början ser intresset hos andra och beslutar sig för att köpa aktien. Man skapar då en åtråvärd aktie som även det kan leda till en fortsatt positiv kursutveckling.

För vissa ägare kan det även finnas andra mål med en introduktion. Enligt "wealth redistribution hypothesis" kan en underprissatt introduktion vara ett sätt för staten att dela ut pengar till allmänheten och därigenom öka sin popularitet och även göra utförsäljningen mer legitim. Under vår undersökningsperiod har vi haft Telia som enda statliga utförsäljning. De visade en initial uppgång på knappt fem procent men har sedan haft en dålig utveckling vilket en av författarna surt har fått erfara. Den uppgången är under den genomsnittliga som vår studie har visat och tyder således inte på någon större underprissättningsstrategi från svenska staten.

Ett mål med introduktionen som Rydqvist i sin teori tog upp var möjligheten att använda introduktionen som ett sätt att kompensera exempelvis personalen. Genom de intervjuer vi har haft har inte alls den synpunkten kommit upp och Rydqvist själv påpekar att detta framförallt var en vanlig företeelse före 1990 när skatten vid inkomst av kapital såg annorlunda ut.

Intrycket som vi har fått är att investmentbankernas mål med introduktionen skiljer sig nämnvärt från det emitterande företaget. Investmentbanken har väldigt mycket att tjäna på en introduktion. De tar

dels en stor avgift i form av en andel av introduktionsstorleken, de får även möjlighet att bidra till en underprissättning och får således chansen att investera själva i aktien och även att dela ut den till sina egna kunder. Genom att sälja den till sina kunder får de sitt courtage, som visserligen är en liten summa i sammanhanget, de får dessutom en stor portion goodwill hos sina kunder för det fina aktietipset.

Förutom uppsidorna för investmentbanken finns det givetvis en risk inblandad. Den risken gör att bankerna räds att överprissätta aktien och istället underprissätter den. Dels är det risken att inte fullteckna aktien. Vid ett underwriter-förfarande tvingas banken att köpa de aktier som inte blir sålda vilket naturligtvis blir en dyr historia, särskilt eftersom de då förmodligen är överprissatta. Det finns även en risk att få missnöjda kunder, något som i USA även kan leda till stämningar. Risken för stämning i Sverige är betydligt lägre men man kan ändå till viss del applicera Tinics "Lawsuit avoidance model" med risken för väldigt missnöjda kunder som leder till minskade affärer och därmed minskade intäkter.

Utifrån vår undersökning har vi fått uppfattningen om att man vid introduktionen vill ha en viss uppgång. Det verkar således som att målet från de flesta parter är att aktien ska stiga ett antal procent under första handelsdagen. Det kan därför vara svårt att veta varifrån denna uppgång kommer. Antingen kan det handla om en viss feighet och rädsla för underteckning eller så handlar det om en mycket medveten strategi från företagen och bankerna. Vår kvantitativa undersökning visade på en underprissättning på drygt 5 procent, en kursstegring som verkar fullt rimlig enligt våra respondenter. Det kan i så fall handla om en fullt korrekt prissättning vilket vi inte misstänkte när vi påbörjade arbetet.

En annan aspekt togs upp när vi talade med EQT. De har hamnat i en situation under de senaste åren där de oftast har vänt sig till privata investerare när de ska sälja sina bolag. En av anledningarna är den som togs upp tidigare att man ofta hamnar med en lock-up effekt och att man helst vill ha en ren exit. En annan anledning kan faktiskt vara den rabatt som förekommer vid introduktioner. Om man ska vända sig till börsen förväntar sig investerare en viss rabatt för att man ska teckna aktien. Fallet blir därför ofta att man väljer att sälja bolaget utanför börsen eftersom man där slipper att ge någon rabatt. En förlängd konsekvens av det här kan bli att duktiga företag fastnar utanför börsen eftersom det alltid finns intresserade privata investerare för framgångsrika företag. Samtidigt hamnar mindre framgångsrika företag på börsen eftersom man inte lyckas hitta privata investerare till dem utan tvingas sälja dem publikt med viss rabatt. Vi skulle i så fall få en urholkning av framgångsrika företag på börsen.

## 6.4 Tilldelning

En viktig del av introduktionen är att se till att samtliga aktier blir fulltecknade. Något som också är viktigt men som man inte alltid tänker på är vilka som tilldelas aktierna. I vår empiriska undersökning har vi fått uppfattningen av att det finns ett antal olika perspektiv på den här frågan. I exempelvis Aspiro-fallet berättade Adolfsson att företaget saknade det viktiga kontaktnätet som krävs för att få sålt

aktierna. Man utnyttjade därför främst investmentbanken för att bidra med sitt kontaktnät. Man lade inte tung vikt vid vilka som köpte aktierna utan ville främst att de skulle fulltecknas. För Gant var situationen en annan. De hade ett stort kontaktnät, dels via sina ägare men också i egenskap av att de är ett känt konsumentföretag. De hade därför möjligheten att till viss del bestämma vilken typ av ägare de föredrog med tanke på det stora intresse som fanns för introduktionen. I det fallet har man som företag möjlighet att hitta långsiktiga investerare och därmed också stärka kursen på sikt. Det har än så länge bara gått ett par månader sedan Gants introduktion, men trots den höga volatiliteten på Stockholmsbörsen ligger de kvar runt slutkursen efter de första handelsdagarna. Något som kanske kan bero på vilken typ av ägare de lyckades knyta till sig vid tilldelningen av aktierna. Man kan även tänka sig scenariot att det blir svårare att knyta till sig dessa långsiktiga investerare om underprissättningen fortsätter eftersom den kan locka till sig kortsiktiga placerare.

Rätten att tilldela aktierna är också något som kom upp vid ett flertal tillfällen i våra intervjuer. Enligt Andersson på EQT och tidigare Lehman Brothers tillhörde det investmentbankens rättigheter att tilldela aktierna samtidigt som Sven Hagströmer menade att den rättigheten tillhör bolaget och att de oftast är alldeles för ödmjuka i det fallet. Vad de däremot var överens om var att det borde finnas en större transparens och insyn i hur aktierna tilldelas. Den åsikten delas av oss då vi i vårt arbete har haft mycket svårt att hitta just sådan information.

Man kan även se tilldelningen som ett sätt för det emitterande företaget och investmentbanken att anskaffa information om priset enligt Benveniste och Spindts ”costly information acquisition hypothesis”. Om företaget lovar att tilldela aktier till en viss investerare kan företaget genom intresset för den tilldelningen sätta ett högre och mer korrekt pris vid den fortsatta handeln, detta gäller givetvis inte vid ett fast pris.

Tilldelningen är givetvis också ett utmärkt tillfälle för det emitterande företaget eller banken att premiera kunder enligt Rydqvists kompenstationsteori. Samma möjlighet att premiera kunder tas upp i the investmentbanks ”monopsony power hypothesis” men där till fördel för investmentbanken som genom makten över tilldelningen kan premiera sina kunder.

## 6.5 Investmentbankernas rykte

En IPO skapar i regel mycket uppmärksamhet i pressen och stort fokus läggs på företaget och på den investmentbank som står bakom introduktionen. För att investmentbanken ska få framtida uppdrag gäller det att ha ett gott rykte och kunna uppvisa goda resultat vid tidigare affärer. Samtliga personer vi har intervjuat menar att ett kursfall under den inledande handeln skapar mycket dålig publicitet, dels för företaget men även för investmentbanken. Genom att sätta ett lägre pris på aktien vid introduktionen kan investmentbanken uppnå en initial kursuppgång och på så sätt bättra på sitt rykte. ”Signalling hypothesis” menar att just denna initiala uppgång är mycket viktig för att introduktionen ska anses lyckad. Hagströmer menar att en av de största anledningarna till att man sätter en rabatt på nyintroducerade aktier är just att de ska ge goda signaler och skapa goodwill till företaget och investmentbanken. Denna åsikt får vi även vid vårt samtal med Högbom som påpekar att ryktet är A och O i finansbranschen och menar vidare att man får vad man betalar för. De stora bankerna som tar bättre betalt levererar goodwill som de små bankerna inte kan ge. I diagram 5.9 kan vi tydligt se att

Enskildas noteringar har ökat kraftigare än de flesta andra bankernas noteringar. Alfred Berg har en blygsam kursförändring medan även stora internationella investmentbanker som Goldman Sachs och Morgan Stanley har uppgångar över tio procent. Skillnaden mellan de stora bankerna och de mindre kan beror på att investerarna har ett större intresse för exempelvis Goldman Sachs noteringar på grund av bankens renommé.

Enligt ”investment banks monopsony power hypothesis” kan dessutom investmentbanken sätta ett lägre pris på aktien för att på så sätt få igenom introduktionen med en lägre ansträngning. Teorin säger vidare att investmentbanken kan sätta ett lågt pris för att kunna erbjuda sina kunder att teckna aktier med en rabatt. I och med sådana erbjudanden kan man stärka sin relation till kunderna och samtidigt locka nya. Här spelar även tilldelningen av aktierna en viktig roll. Hagströmer menar att det är företaget, inte investmentbanken, som ska besluta vilka som ska tilldelas aktier. Detta kan dock skapa problem för investmentbanken då man inte kan erbjuda sina kunder att teckna aktier. Att inte kunna ge kunderna denna möjlighet kan skapa irritation hos investerare och investmentbanken kan således få sämre rykte. Engel påpekade att i Gants fall var det styrelsen som hade sista ordet vid tilldelningen och man tog endast emot vissa råd från investmentbanken. Detta innebar att man kunde ge stora aktieposter till leverantörer och kunder medan större investmentbolag fick nöja sig med mindre poster. I intervjun med Qviberg framkom viss irritation över just Gants tilldelning då Öresund hade tilldelats en liten post. Qviberg menar vidare att förtroende och ett gott rykte tar mycket lång tid att bygga upp men är samtidigt mycket lätt att rasera. I och med detta är det mycket viktigt för bankerna att försöka dels hitta ett marknadspris och därefter diskutera fram en lämplig rabatt, men också att försöka tillfredsställa så många som möjligt när det gäller tilldelningen.

Att erbjuda aktier till ett för lågt pris kan också vara ett problem. Detta medför självklart att företaget och de tidigare ägarna får in mindre kapital men kan även ge dålig publicitet till investmentbanken. Både Qviberg och Andersson menar att man hade reagerat starkt om de sålt ut aktier som visade sig stiga mycket kraftigt under den inledande handeln. Då en investmentbank har ryktet att man ofta underprissätter introduktioner kan man troligtvis få problem att få framtida uppdrag från företagen i och med att de får in mindre kapital. Man kommer däremot med stor sannolikhet få lättare att hitta investerare åt företaget då man historiskt har framkallat stora kursuppgångar. Det är därför viktigt att ha agerat professionellt och lägga sig någonstans mittemellan för att tillgodose både investerare och företag. I vår kvantitativa undersökning visade det sig att Enskilda, Goldman Sachs och Morgan Stanley hade den högsta initiala uppgången när de noterade ett bolag. Enskilda är dessutom det bolag som genomfört näst flest introduktioner under vår tidsperiod. Detta kan tyda på att det är ett mycket populärt bolag ur företagets synvinkel och denna tes förstärks dessutom av Högbom som menar att det finns ett fåtal bolag som ligger i topp när det gäller kvalitén på tjänsterna och nämner då Enskilda som en av toppkandidaterna. Att Enskilda är en investmentbank som står bakom introduktioner med hög initial avkastning behöver inte endast bero på att de sätter stora rabatter utan även andra faktorer spelar in. Att de är den investmentbank som har genomfört näst flest introduktioner under vår period visar snarare på att företagen värderar Enskildas tjänster högt.

“Lawsuit avoidance model” menar att bankerna är rädda för att bli stämda av investerare i samband med kursfall under den inledande handeln. Att bli stämd av stora investerare ger mycket dålig publicitet och kan försämra investmentbankens rykte markant. Att ett kursfall under den inledande handeln skadar företagets rykte är alla våra intervjupersoner ense om. Att investmentbanken däremot medvetet skulle sätta ett lägre pris för egen vinning dementeras av både Andersson och Glevén som menar att företagen idag har en så pass kompetent ledning att denna risk är liten.

Andersson talar i sin intervju om en så kallad "green shoe" som innebär att investmentbanken kan sälja ut fler aktier än avtalat i syfte att gå in och stabilisera kursen i efterhand. Banken har då möjlighet att gå in och köpa ut en större post under den inledande handeln om de märker att kursen är på väg att sjunka under teckningskursen. Detta förklaras av "the stabilization hypothesis" som beskriver just detta scenario. Detta innebär således att investmentbanken kan lyfta kursen i syfte att inte försämra sitt rykte. Vi har inte kunnat konstatera om någon investmentbank har genomfört en "green shoe" i samband med en IPO sedan år 2000. Om man ser till kursutvecklingen hos de företag vi studerade i vår kvantitativa del är det få bolag som har haft en stabil kursutveckling de första 20 handelsdagarna. I och med denna iakttagelse kan man diskutera huruvida bolagen har kunnat uppfylla de mål som "the stabilization hypothesis" innebär.

## 6.6 Uppmärksamhet kring introduktionen

Vid alla våra samtal finns det en specifik punkt som rör IPO:n som alla har samma inställning till; uppmärksamheten kring bolaget och noteringen är oerhört viktig. Vid intervjun med Mats Qviberg är han snabb med att påpeka att alla människor påverkas av media och reklam, även investerare. Skrivs det positivt om aktien i pressen påverkas man, folk är inte sena att följa efter flocken. Börjar någon ställa sig positiv är det snart fler som följer samma tankebanor. Detta fenomen tar även Welch upp i sin "cascade hypothesis" där han anser att det ligger mycket psykologi bakom ett beslut av investerare. Tror en investerare att han hittat ett bra företag med god potential men som ingen annan tecknar aktier i kommer han dra sig för att själv teckna aktier trots sin tro på bolaget. Detta frambringar att investmentbanken sätter ett lägre pris för att locka till sig de första investerarna. Hagströmer förstärker bilden av vikten med mycket och god publicitet innan noteringen med att påpeka att bolagen ofta ökar sina reklambudgetar inför en kommande notering. Se bara till Gant, enligt deras årsredovisning gjorde de i våras sin största reklamkampanj någonsin. Detta är dock något som Gants VD Arthur Engel förnekar har några samband. Engel menar att i Gants fall behövs ingen extra reklam då det är ett stort och välkänt bolag samtidigt som man inte genomförde någon nyemission. Ser vi till vår studie där vi delat upp företagen i storlek ser vi att dessa har en kraftigare uppgång än de mindre. Detta kan tyda på att dessa bolag har fått större uppmärksamhet i media då de är större och antagligen mer kända än de små. Ser vi däremot till våra studier där vi delat in bolagen efter bransch är det finansbolagen och telekombolagen som har haft den kraftigaste uppgången.

Samtidigt som det är viktigt med uppmärksamhet innan noteringen är det även viktigt med fortsatt publicitet efter. Andersson påpekar vikten av att skapa ett intresse för företaget och aktien för den fortsatta handeln. Även Qviberg är inne på detta när han nämner att den nedgång som ofta drabbar de nyintroducerade bolagen efter ett tag med stor sannolikhet beror på att uppmärksamheten kring bolaget lagt sig. Våra studier visar dock inte på denna nedgång vilket kanske förklaras av vår medvetet korta tidsperiod. Vill företaget behålla uppmärksamheten även i framtiden är det viktigt att skapa ett positivt första intryck. Det är således viktigt för bolaget att göra en lyckad introduktion. Precis som Allen och Faulhaber säger i sin teori "signalling hypothesis" är det av stor betydelse att skapa goodwill hos investerarna. Denna goodwill skapas enligt Allen och Faulhaber genom att man underprissätter aktien för att kursen skall stiga i den inledande handeln och ge positiva signaler om noteringen och bolaget. Denna teori stärks av många av våra intervjuobjekt. Enligt Sven Hagströmer är uppgången mycket viktig för båda parter. Banken får gott rykte till följd av god publicitet i press och media, vilket gynnar banken vid framtida affärer. Bolaget skapar en goodwill för kommande emissioner och visar på styrka som lockar nya investerare. Qviberg menar på att den initiala uppgången är mycket viktig för att locka investerare att teckna aktier i företaget. Han anser dock att uppgången inte bör vara för kraftig



och menar att det är stötande om aktien stiger mer än 5-10 procent. I vår studie har vi som tidigare nämnt att våra bolag ligger i genomsnitt runt detta intervall.

## 6.7 Börsklimatet

Vår kvantitativa studie visar på att det finns en stark korrelation mellan företagets kursutveckling och det allmänna börsklimatet under introduktionsåret. Korrelationen mellan dessa två faktorer är 0,508. Detta innebär att den initiala kursutvecklingen påverkas av börsklimatet och man bör därför välja att introducera företaget då börsen är under uppgång. Gants VD Arthur Engel påpekade i sin intervju att företaget var mycket nära en börsintroduktion 2002 men på grund av det rådande börsklimatet valde man att blåsa av introduktionen två veckor innan utsatt datum. Enligt Engel är detta ett beslut som man idag är mycket nöjd med, man har istället haft god tid på sig att förbereda bolaget för en introduktion. Även Hagströmer menar att ett dåligt börsklimat kan vara en starkt bidragande faktor till att man får en negativ kursutvecklingen under den inledande handeln.

Enligt "the cascade hypothesis" kan det finnas incitament för investmentbanken att sätta ett lågt pris på introduktionen för att få med sig de första investerarna. Under en lågkonjunktur är det rimligt att antalet potentiella investerare är färre än under en högkonjunktur. Det borde därför finnas ännu större incitament för investmentbanken att underprissätta introduktioner vid sämre tider i syfte att locka till sig de första investerarna. Vår undersökning visar emellertid att så inte är fallet då den initiala kursutvecklingen är betydligt sämre då börsen går dåligt.

Då vi undersökte korrelationen mellan den nyintroducerade aktiens kursutveckling och utvecklingen på Stockholmsbörsen under introduktionsdagen fann vi att korrelationen var betydligt lägre än i fallet innan. Detta innebär att kursutvecklingen hos en nyintroducerad aktie inte är helt beroende av hur index rör sig den aktuella dagen.

# 7. Slutsats

---

*I detta kapitel redogör vi för de slutsatser vi har kommit fram till. Vi kommer även att ge förslag till vidare forskning inom vårt ämnesområde.*

---

## 7.1 Slutsats

Från och med början av år 2000 fram till idag har det skett 38 IPOs på Stockholmsbörsens A- och O-lista. Vår kvantitativa studie visar att den genomsnittliga initiala uppgången bland dessa företag är 5,3 procent (exklusive Micronics). Jämför man denna uppgång med tidigare studier kan vi konstatera att aktiernas avkastning under den inledande handeln har sjunkit markant, från 34,1 procent mellan åren 1980 – 1994, till 5,3 procent mellan åren 2000 – 2006. Flera av våra intervjupersoner har nämnt att det är rimligt att med en initial uppgång på 5 – 10 procent. En slutsats av detta kan således vara att det sker en mer marknadsmässig prissättning idag än för 15 år sedan. Anledningen till denna underprissättning kan bero på flera olika faktorer. Vi har exempelvis sett att kursförändringen under vår tidsperiod till viss del skiljer sig beroende på vilken investmentbank som står bakom introduktionen. Fördelningen av antalet introduktioner är förvisso ojämn men vi har ändå kunnat konstatera en skillnad då vissa investmentbanker skiljer sig åt markant. Vad denna skillnad beror på är svårt att svara på, men i och med att det främst är välkända investmentbolag som ligger i topp kan en anledning vara att dessa företag har en stor erfarenhet samt ett mycket stort kontaktnät. I och med detta kan man lättare hitta investerare åt företaget vilket i sin tur kan innebära en överteckning av aktierna. Det kan även vara resultatet av att dessa stora banker har ett bättre anseende.

Vidare har vi kunnat konstatera att bolagets storlek har betydelse för kursutvecklingen. Stora bolag tenderar att ge högre initial avkastning än mindre bolag. En förklaring till detta kan vara den publicitet som en IPO ofta ger. Stora bolag är ofta mer välkända vilket borde innebära större publicitet. Om denna ökade uppmärksamhet är positiv får fler investerare upp ögonen för företaget vilket då kan få positiv inverkan på kursutvecklingen. Alla människor påverkas av reklam, även om produkten är en aktie. Vi kan dra slutsatsen att offentlig uppmärksamhet är väldigt viktigt för noteringen.

Börsklimatet är en annan faktor som har inverkan på aktiens utveckling. Vi har funnit att det råder en hög korrelation mellan kursutvecklingen och den generella börsutvecklingen det aktuella året. De tre första åren efter millennieskiftet sjönk index kraftigt vilket resulterade i sämre initial kursutveckling men också i färre introduktioner. Av detta kan man dra slutsatsen att företagen sannolikt bedömer börsklimatet som en mycket kritisk faktor och försöker således introducera företaget under en högkonjunktur. De företag som trots det planerar en introduktion vid en lågkonjunktur borde rimligtvis möta färre investerare än under en högkonjunktur. Således borde det av den anledningen finnas ännu större incitament för investmentbanken att underprissätta introduktioner vid sämre tider i syfte att locka till sig de första investerarna. Detta är något som vår studie emellertid inte kan påvisa, snarare visar vår undersökning att den initiala kursuppgången är mindre vid dåliga börsår. Korrelationen mellan företagets kursutveckling och börsens utveckling under den första handelsdagen är dock betydligt lägre. Det generella börsklimatet är alltså långt viktigare än hur börsen rör sig under den första handelsdagen.

Drygt hälften av de företag vi har studerat har haft en introduktionskurs mellan 51 och 100 kronor. Vår studie visar emellertid att en teckningskurs på över 100 kronor ger upphov till en större initial kursuppgång, vad detta beror på har vi dock inte kunnat fastställa.

En väldigt viktig förändring vi kommit fram till vid vår datainsamling är den utveckling som skett i företagens ägarstruktur. Vi tror att den informationsasymmetri som många talat om tidigare minskat i storlek samt att dagens företag har en annorlunda ägarstruktur gentemot gårdagens. Detta borde även leda till att den underprissättning som vi tidigare talat om kan förväntas vara mindre. Är underprissättningen mindre borde följaktligen den initiala kursuppgången inte vara lika stor som tidigare studier visar på. Detta kan således vara en viktig faktor till varför vår undersökning visar på en betydligt lägre kursförändring första handelsdagen än för 20 år sedan. Således anser vi att förändringen i ägarstrukturen har bidragit till att vi idag ser en mer marknadsmässig prissättning av IPOs. Då vi tittar på kursförändringarna under vår tidsperiod kan vi dock inte se en nedgående trend, snarare ser trenden för 2006 än så länge ut att ha större kursförändring än tidigare. Detta menar vi beror på att det redan under inledningen av vår period fanns en mindre informationsasymmetri eller att det börsklimat som varit under dessa år spelar in.

En enkel förklaring till varför underprissättningen minskat är att målen från finansmarknaden ändrats. Av våra intervjuer kan vi dra slutsatsen att marknaden idag anser att en IPO skall underprissättas med cirka 5-10 procent. Detta mål uppfyller våra bolag väl med sitt genomsnitt på 5,3 procent. Att målen skiljer sig mellan noteringsbolag och investmentbank är inte så konstigt. Vad som är gemensamt är att de båda är väldigt måna om att skapa goodwill. Denna goodwill skapar de båda genom att tillfredsställa marknaden, vilket görs genom att uppfylla deras mål. Vi anser därför att marknadens, bankens och bolagets mål har stor inverkan på det pris som sätts på bolaget inför en IPO. Underprissättningen kan således antingen bero på en viss feghet och rädsla för underteckning eller så handlar det om en mycket medveten taktik från företagen och bankerna. I sådant fall kan det handla om en fullt korrekt prissättning vilket vi tvivlade på när vi inledde uppsatsen.

## 7.2 Förslag till vidare forskning

Under de tio veckor vi har arbetat med denna studie har det uppkommit flera aspekter som vi finner intressanta att forska vidare i.

- Som nämnts tidigare har flera av våra intervjupersoner påpekat att publiciteten kring en IPO är mycket viktig och Hagströmer menar att många bolag ökar sin reklambudget i samband med introduktionen. En intressant aspekt är att ta reda på om detta är en medveten strategi från företagen och om det i så fall påverkar kursutvecklingen.
- En av våra slutsatser var att det har skett en förändring i ägarstrukturen. Hur har detta påverkat företagen och vad finns det för skillnader i ägarstrukturen idag jämfört med för exempelvis 15 år sedan? Det hade även varit intressant att sedan undersöka hur ägarstrukturen påverkar den initiala kursförändringen.
- En annan intressant fråga är hur tilldelningen egentligen fungerar vid en börsintroduktion. Hur transparent är egentligen processen och finns det skillnader mellan olika företag? Vissa företag vill kanske lägga dessa beslut helt på investmentbanken medan andra större och mer publika

företag vill ha större inflytande i denna process. Vi hade en kortare diskussion angående detta i vår analys och anser att det är en intressant aspekt att forska vidare i.

- Enligt Högbom finns det en risk att investerare kräver en rabatt vid en introduktion. Detta skulle medföra att till exempel riskkapitalbolag kan sälja sina tillgångar utanför börsen till ett pris utan rabatt. Vad får detta för konsekvenser för börserna runt om i världen? Kan det leda till att de attraktiva bolagen säljs utanför börsen eller finns det andra fördelar som väger upp en introduktion?

# 8. Källförteckning

## 8.1 Publicerade källor

### 8.1.1 Litteratur

Bryman, A. Bell, E. *"Företagsekonomiska forskningsmetoder"*, 2005, Korotan Ljubljana, Liber Ekonomi

Eriksson, L.T. Wiedersheim-Paul, F. *"Att utreda, forska och rapportera"*, 1997, upplaga 5:1, Malmö, Liber Ekonomi

Halvorsen, K. *"Sambällsvetenskaplig metod"*, 2003, Lund, Studentlitteratur

Rienecker, L. Jorgensen, P S. *"Att skriva en bra uppsats"*, 2004, Lund, Wallin & Dalholm Boktryckeri AB

Ross, S.A. Westerfield, R.W. Jaffe, J.F. *"Corporate Finance"*, 2002, 6th edition, Singapore, McGraw-Hill.

### 8.1.2 Vetenskapliga artiklar

Allen & Faulhaber, *"Signalling by underpricing in the IPO market"*, Journal of Financial Economics, 1989

Baron, *"A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues"*, Journal of Finance 37, 1982

Benveniste, L. och Spindt, P. *"How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues"*, Journal of Financial Economics 24, 1989

Garfinkel, *"IPO Underpricing, insider selling and subsequent equity offerings: Is underpricing a signal of quality?"*, Financial Management, 1993

Högfeldt, P. *"Vad vet vi om svenska börsintroduktioner?"* Från optionsrätt till konkurslagstiftning: Essäer om finansiell teori, institutioner och marknader", 1997

Ibbotson, R. *"Price Performance of Common Stock New Issues"*, Journal of Financial Economics 2, 1975

Ibbotson & Ritter, *"Initial Public Offerings"*, Handbooks in Operations Research & Management Science 9, 1995

Koh, F. och Walter, T. *"A direct test of Rock's model of the pricing of unseasoned issues"*, Journal of Financial Economics 23, 1989

Ritter, J.R. *"The cost of going public"*, Journal of Financial Economics 17, 1987

Rock, K. *"Why new issues are underpriced"* Journal of Financial Economics 15, 1986

Ruud, *"Underwriter price support and the IPO underpricing puzzle"* Journal of Financial Economics 34, 1993

Rydqvist, K. "IPO underpricing as tax-efficient compensation", Journal of Banking and Finance 21, 1997

Tinic, "Anatomy of initial public offerings of common stock", Journal of Finance 43, 1988

Welch "Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings", Journal of Finance 44, 1989

Welch, "Sequential Sales, Learning, and Cascades", Journal of Finance 47, 1992

### 8.1.3 Börsintroduktionsprospekt

Alfa Laval	Micronic Laser Systems
Audiodev	Mind
AU-System	Neonet
Axis	Netwise
Ballingslöv	Nobia
Bioinvest International	Orc Software
BTS Group	Orexo
Carnegie	Oriflame
Dimension	Pyrosequencing
Eniro	Retail and Brands
Gant	Scandinavia Online
Hakon Invest	Tele1 Europe Holding
Hemtex	Telia
Indutrade	TradeDoubler
Intrum Justitia	Tripep
JC	Unibet
Jobline International	Viking Telekom
KappAhl	Vitrolife
Mekonomen	

## 8.2 Elektroniska källor

Dagens Industri - [http://graf.di.se/Graf1/g1-OMXSPI\\_2341-21821.GIF](http://graf.di.se/Graf1/g1-OMXSPI_2341-21821.GIF)

Nyemissioner.se - [http://www.nyemissioner.se/nyemission\\_nyemissioner](http://www.nyemissioner.se/nyemission_nyemissioner)

Stockholmsbörsen - <http://www.se.omxgroup.com/se/index.aspx?lank=43>

<http://domino.omgroup.com/www/WebTransaction.nsf/publicse/historia?Open&lang=swe>

<http://www.se.omxgroup.com/se/index.aspx?lank=47>

<http://www.se.omxgroup.com/se/index.aspx?lank=36>

<http://www.se.omxgroup.com/se/index.aspx?lank=42>

[http://domino.omgroup.com/www/WebTransaction.nsf/b9fb46dc1fa3596c41256603004b40e7/dd2d62b4b7cb0094c1256adc0051bbba/\\$FILE/Noteringskrav%20per%20060101%20med%20handledningstext.pdf](http://domino.omgroup.com/www/WebTransaction.nsf/b9fb46dc1fa3596c41256603004b40e7/dd2d62b4b7cb0094c1256adc0051bbba/$FILE/Noteringskrav%20per%20060101%20med%20handledningstext.pdf)

Privata Affärer -

<http://www.privataaffarer.se/aktier>

Svenska Dagbladet -

[http://www.n24.se/dynamiskt/borskommentarer/did\\_12259577.asp](http://www.n24.se/dynamiskt/borskommentarer/did_12259577.asp)

[http://www.svd.se/pdf/get\\_file.asp?dt=22.61.7113&fn=geq/2G4!SBO!61C.22617113.EWT&tp=spejt&pw=8MLxx6A71YO60Nwi07lg2Aave2pt](http://www.svd.se/pdf/get_file.asp?dt=22.61.7113&fn=geq/2G4!SBO!61C.22617113.EWT&tp=spejt&pw=8MLxx6A71YO60Nwi07lg2Aave2pt)

Riksbanken -

<http://www.riksbank.se/templates/Page.aspx?id=8930>

Öresund -

<http://www.oresund.se/om/arskom2001.html>

<http://www.oresund.se/om/arskom2002.html>

<http://www.oresund.se/om/arskom2003.html>

<http://www.oresund.se/om/arskom2004.html>

<http://www.oresund.se/om/arskom2005.html>

### 8.3 Muntliga källor

Adolfson, Jörgen, Aspiro, Grundare, 2006-05-09

Andersson, Johan, EQT, Associate, Telefonintervju 2006-05-15

Engel, Arthur, Gant, VD, Telefonintervju 2006-05-12

Glevén, Stefan, EQT, Associate, Telefonintervju 2006-05-15

Hagströmer, Sven, Öresund, Styrelseordförande, Telefonintervju 2006-05-02

Högbom, Carl Johan, Alternativa Aktiemarknaden, VD, Telefonintervju 2006-05-15

Qviberg, Mats, Hagströmer & Qviberg, Styrelseordförande, Telefonintervju 2006-05-08

X, Telefonintervju 2006-05-11

# 9. Appendix

Företag	Lista	Strlk Mkr	Bank	Bransch	Dag 0	Dag 1	Dag 5	Dag 20
Micronic Laser Systems	O	633	Carnegie	Data & IT	00-03-08	00-03-09	00-03-15	00-04-05
Tele1 Europe Holding	O	5360	Lehman, Goldman, SHB	Telekom	00-03-15	00-03-16	00-03-22	00-04-12
JC	O	279	SHB	Handelsföretag	00-04-18	00-04-19	00-04-27	00-05-19
Mekonomen	O	354	SHB	Handelsföretag	00-05-26	00-05-29	00-06-05	00-06-28
Viking Telekom	O	168	Carnegie	Telekom	00-05-30	00-05-31	00-06-07	00-06-30
Scandinavia Online	O	874	Goldman	Data & IT	00-06-06	00-06-07	00-06-14	00-07-06
Mind	O	405	Alfred Berg	Data & IT	00-06-09	00-06-13	00-06-19	00-07-11
Telia	A	76530	Morgan Stanley	Telekom	00-06-09	00-06-13	00-06-19	00-07-11
AU-System	O	1425	Morgan Stanley	Data & IT	00-06-20	00-06-21	00-06-28	00-07-19
Axis	O	475	Enskilda	Data & IT	00-06-26	00-06-27	00-07-03	00-07-24
Pyrosequencing	O	1000	Deutsche Bank, Alfred Berg	Biotek	00-06-29	00-06-30	00-07-06	00-07-26
Tripep	O	202	Alfred Berg	Biotek	00-07-13	00-07-14	00-07-20	00-08-10
Jobline International	O	700	Lehman Brothers, Carnegie		00-09-14	00-09-15	00-09-21	00-10-12
Audiodev	O	170	Carnegie	Data & IT	00-09-20	00-09-21	00-09-27	00-10-18
Netwise	O	70,1	HQ	Data & IT	00-09-27	00-09-28	00-10-04	00-10-25
Eniro	O	6100	Carnegie	Data & IT	00-10-09	00-10-10	00-10-16	00-11-06
Orc Software	O	408	Carnegie	Data & IT	00-10-18	00-10-19	00-10-25	00-11-15
Neonet	O	160	ArosMaizels	Data & IT	00-10-19	00-10-20	00-10-26	00-11-16
Dimension	O	782	SHB, Carnegie	Data & IT	01-02-19	01-02-20	01-02-26	01-03-19
Carnegie	O	1350	Carnegie, Goldman	Finans	01-05-31	01-06-01	01-06-08	01-07-02
BTS Group Bioinvent International	O	86	Carnegie	Data & IT	01-06-05	01-06-06	01-06-12	01-07-04
International	O	279	Carnegie	Biotek	01-06-11	01-06-12	01-06-18	01-07-10
Retail and Brands	O	68	Nordea	Handelsföretag	01-06-25	01-06-26	01-07-02	01-07-23
Vitrolife	O	170	Enskilda	Biotek	01-06-25	01-06-26	01-07-02	01-07-23
Alfa Laval	O	5143	Enskilda	Verkstad	02-05-16	02-05-17	02-05-24	02-06-14
Intrum Justitia	O	1476	Enskilda, Carnegie	Finans	02-06-06	02-06-07	02-06-13	02-07-05
Ballingslöv	O	446	Alfred Berg Enskilda, Carnegie, Deutsche	Verkstad	02-06-18	02-06-19	02-06-26	02-07-17
Nobia	O	1600	Bank	Handelsföretag	02-06-18	02-06-19	02-06-26	02-07-17
Oriflame	O	3946	Carnegie	Handelsföretag	04-03-23	04-03-24	04-03-30	04-04-22
Unibet	O	119	H&Q	Data & IT	04-06-01	04-06-02	04-06-08	04-06-30
Note	O	154	H&Q	Verkstad	04-06-22	04-06-23	04-06-30	04-07-21
Indutrade	O	1430	SHB, Enskilda	Handelsföretag	05-10-04	05-10-05	05-10-11	05-11-01
Hemtex	O	607	Enskilda	Handelsföretag	05-10-05	05-10-06	05-10-12	05-11-02
TradeDoubler	O	1200	Carnegie, Goldman	Data & IT	05-11-07	05-11-08	05-11-14	05-12-05
Orexo	O	388,5	Carnegie, ABG Sundal Collier	Biotek	05-11-08	05-11-09	05-11-15	05-12-06
Hakon Invest	O	1001	SHB	Finans	05-12-07	05-12-08	05-12-15	06-01-05
Kappahl	O	4202	Carnegie	Handelsföretag	06-02-22	06-02-23	06-03-01	06-03-22
Gant	O	2257	Securities (Enskilda?)	Handelsföretag	06-03-27	06-03-28	06-04-03	06-04-26



Företag	Teckningskurs	Kurs 1	Kurs 5	Kurs 20	OMX 0	OMX 1	OMX 5	OMX 20	% Dag 1	% Dag 5	% Dag 20
Micronic Laser Systems	105	205,5	195	151	398,31	399,81	381,91	353,71	95,34%	89,83%	55,01%
Tele1 Europe Holding	160,79	207	186,5	144	381,91	379,46	399,73	359,28	29,38%	11,32%	-4,52%
JC	60	53	51	46,9	351,18	361,39	369,65	361,78	-14,57%	-20,26%	-24,85%
Mekonomen	110	113	111,5	108	347,97	350,08	374,21	351,71	2,12%	-6,18%	-2,89%
Viking Telekom	29	37,5	36,5	34	360,86	363,81	371,31	348,39	28,49%	22,97%	20,70%
Scandinavia Online	115	123,5	136	144	374,03	371,31	360,32	355,17	8,12%	21,93%	30,26%
Mind	38	37,3	35,5	23,5	372,91	361,56	349,40	359,80	1,20%	-0,27%	-34,64%
Telia	85	86,5	88	85	372,91	361,56	349,40	359,80	4,81%	9,83%	3,52%
AU-System	47,5	55	52	57,5	362,35	358,08	351,71	369,87	16,97%	12,41%	18,98%
Axis	38	38,5	37,6	55	351,35	345,07	354,78	361,67	3,10%	-2,03%	41,80%
Pyrosequencing	100	102	98	108	340,73	348,39	355,17	357,10	-0,25%	-6,24%	3,20%
Tripep	90	99	112	104	370,5	374,42	376,23	342,66	8,94%	22,90%	23,07%
Jobline International	70	63	54	32	359,07	352,8	338,98	312,71	-8,25%	-17,26%	-41,37%
Audiodev	63	66	69	65	347,12	338,98	335,30	304,97	7,11%	12,93%	15,32%
Netwise	55	55	46	38	335,3	329,7	330,94	311,44	1,67%	-15,06%	-23,79%
Eniro	84	84	89	93	319,22	320,11	319,82	319,39	-0,28%	5,76%	10,66%
Orc Software	120	145	148	165	304,97	317,49	311,44	310,66	16,73%	21,21%	35,63%
Neonet	20	18	15,5	12	317,49	306,8	309,38	307,08	-6,63%	-19,95%	-36,72%
Dimension	61	66,5	63	56,5	274,59	274,22	268,90	242,20	9,15%	5,35%	4,42%
Carnegie	115	133	139	125	260,99	258,73	256,28	250,74	16,52%	22,67%	12,62%
BTS Group	57	59	55	52	265,05	262,12	248,72	244,84	4,61%	2,65%	-1,15%
Bioinvent International	62	52	54	46	252,91	248,72	241,09	231,74	-14,47%	-8,23%	-17,44%
Retail and Brands	38	29,3	26	28	239,48	237,93	250,74	231,56	-22,25%	-36,28%	-23,01%
Vitrolife	40	36,1	37,5	33	239,48	237,93	250,74	231,56	-9,10%	-10,95%	-14,19%
Alfa Laval	91	98	95	87	210,25	211,38	205,36	182,89	7,15%	6,72%	8,62%
Intrum Justitia	47	50	51,5	52	193,11	190,14	186,86	183,18	7,92%	12,81%	15,78%
Ballingslöv	66	63,5	62	63	186,1	183,07	176,36	172,31	-2,16%	-0,83%	2,86%
Nobia	78	71	65,5	67	186,1	183,07	176,36	172,31	-7,35%	-10,79%	-6,69%
Oriflame	190	208,5	213,5	224,5	204,03	203,17	209,19	220,20	10,16%	9,84%	10,23%
Unibet	135	170	172,5	161	204,3	205,92	211,27	212,97	25,13%	24,37%	15,02%
Note	75	69	68,5	65	207,47	210,72	212,97	208,73	-9,57%	-11,32%	-13,94%
Indutrade	65	73,25	75,5	75,25	282,13	280,57	278,94	275,85	13,25%	17,28%	18,00%
Hemtex	56	66,5	64,5	66	280,57	277,42	276,30	276,90	19,87%	16,70%	19,17%
TradeDoubler	110	110	109,5	116	281	280,3	284,82	290,65	0,25%	-1,81%	2,02%
Orexo	90	90	89,75	88,5	280,3	280,9	284,18	293,32	-0,21%	-1,66%	-6,31%
Hakon Invest	77	81,5	85,25	90,5	293,64	295,22	293,63	306,47	5,31%	10,72%	13,16%
Kappahl	56	58,75	59	62,75	319,57	320,06	321,44	334,29	4,76%	4,77%	7,45%
Gant	141	193	190,5	197,5	337,01	336,6	344,71	341,83	37,00%	32,82%	38,64%