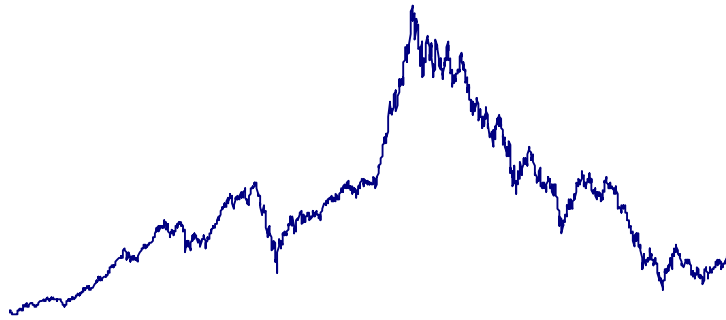




Handelshögskolan
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

Nyintroduktioner

En undersökning av underpris och långsiktig prestation av
nyintroducerade aktier på Stockholmsbörsen



**Kandidatuppsats inom Finansiell
Företagsstyrning**

Författare: Andersson Emil

Persson Lucas

Handledare: Von Koch Christopher

Göteborg 2005-01-10

Kandidatuppsats inom Finansiell Företagsstyrning

Titel:	Nyintroduktioner
Författare:	Emil Andersson och Lucas Persson
Handledare:	Christopher Von Koch
Datum:	2005-01-10
Ämnesord	Nyintroduktion, IPO, Underpris, Underprestation

Sammanfattning

En nyintroduktion av en aktie, på engelska kallat IPO, är när ett företag väljer att introducera aktier i företaget till att handlas publikt på aktiemarknaden. I denna uppsats undersöker vi hur nyintroduktioner på Stockholmsbörsen A- och O-lista presterar under den första dagens handel samt på 18 månaders sikt. I tidigare studier tycks nyintroducerade aktier ofta gå upp mycket under den första dagens handel för att sedan på längre sikt prestera sämre än index. Vanligt förekommande teorier om dessa fenomen, underpris samt underprestation, tas upp och appliceras på resultatet från vår undersökning.

Syftet med denna studie är att mäta underpriset och den långsiktiga prestationen på nyintroducerade aktier på Stockholmsbörsens A- och O-lista under perioden 1996-2003 samt att använda relevanta teorier för att finna förklaringar till underpriset och den långsiktiga utvecklingen.

Genom att undersöka vilka aktier som introducerats på Stockholmsbörsens A- och O-lista och sedan ta fram relevanta börskurser ska vi kunna avgöra om det existerar ett underpris på den svenska aktiemarknaden under denna tidsperiod. Vi ska även undersöka hur de nyintroducerade aktierna presterar jämfört med redan introducerade aktier på längre sikt, det vill säga jämfört med index.

Resultatet av undersökning visar att det förekommer ett genomsnittligt underpris på den svenska aktiemarknaden under denna tidsperiod. Detta stämmer överens med tidigare studier på andra marknader internationellt. Däremot presterar de nyintroducerade aktierna bättre än jämförbart index på 18 månaders sikt vilket inte är vanligt. Stor inverkan på denna överprestation har den mycket höga avkastningen som bolag från IT branschen visar upp under denna period.

Analysen visar att börsklimatet och bransch tillhörigheten har stor betydelse för hur stort underpriset på den nyintroducerade aktien blir. Vilken garant som introducerat bolaget tycks inte påverka underpriset, detta beror snarare på vilken bransch bolaget tillhör. Anmärkningsvärt är också att bolag med högt underpris tenderar att prestera bättre på sikt än bolag med lågt underpris.

Innehåll

1	Inledning.....	1
1.1	Bakgrund.....	1
1.2	Problem.....	2
1.3	Avgränsningar.....	4
1.4	Syfte.....	4
1.5	Intressenter.....	4
1.6	Definitioner.....	5
1.7	Disposition.....	6
2	Metod.....	7
2.1	Metodansats.....	7
2.2	Datainsamling.....	7
2.3	Uppsatsens trovärdighet.....	8
2.4	Analysmodell.....	9
2.5	Undersökningen.....	9
2.5.1	Undersökningens disposition.....	9
2.5.2	Tidpunkter.....	10
2.5.3	Formler.....	10
2.5.4	Val av referensindex.....	11
3	Tidigare empiriska studier och teorier.....	12
3.1	Inledning.....	12
3.1.1	Nyintroduktioner.....	12
3.1.2	Noteringskrav på Stockholmsbörsen.....	13
3.1.3	Garantens funktion.....	14
3.1.4	Nyintroduktioner understödda av riskkapitalbolag.....	15
3.1.5	Prissättning.....	15
3.2	Tidigare empiriska studier.....	16
3.2.1	Underprissättning.....	16
3.2.2	Underprestation.....	17
3.3	Teorier från litteraturen.....	18
3.3.1	Underpris.....	18
3.3.2	Underprestation.....	20
4	Resultat.....	22
4.1	Antal introduktioner.....	22
4.2	Branschfördelning.....	22
4.3	Garanter.....	23
4.4	Affärsvärldens index.....	24
4.5	Introduktionspris.....	25
4.6	Underpris.....	25
4.7	Långsiktig prestation.....	28
5	Analys.....	30
5.1	Inledande analys.....	30
5.1.1	Antalet introduktioner.....	30
5.1.2	Introduktionspriset.....	31
5.1.3	Branschfördelning.....	31
5.2	Underpriset i Sverige.....	32
5.2.1	Anledningar till underpriset.....	32
5.2.2	Skillnader i underpris mellan garantanter.....	34
5.3	Långsiktig prestation.....	35

5.4	Sammanfattande analys.....	37
6	Slutsats.....	39
6.1	Slutsatser av studien.....	39
6.2	Metodreflektion.....	39
6.3	Förslag till vidare studier.....	40
6.4	Tack.....	41
7	Referenser.....	42

Figurer

Figur 4-1.	Antalet nyintroduktioner per år 1996-2003.....	22
Figur 4-2.	Fördelningen av introduktionerna på branscher.....	23
Figur 4-3.	Antalet introduktioner per garant.....	23
Figur 4-4.	AFGX från 1996-2003.....	24
Figur 4-5.	Affärsvärldens branschindex från 1996-2003.....	25
Figur 4-6.	Introduktionsprisintervall.....	25
Figur 4-7.	1:a dagens uppgång, underpris.....	26
Figur 4-8.	Antalet nyintroduktioner och underpriset från 1996-2003.....	27
Figur 4-9.	Underpris per garant.....	27
Figur 4-10.	Långsiktig prestation.....	29
Figur 4-11.	Långsiktig utveckling utan extrema fall/IT.....	29

Tabeller

Tabell 3-1	(Ritter, 1998). Internationell forskning underpris.....	16
Tabell 3-2	(Ritter, 1998). Internationell forskning underprestation.....	18

Bilagor

Bilaga 1	- Undersökta bolag.....	44
Bilaga 2	- 1:a dagens uppgång justerat mot index.....	46
Bilaga 3	- 18 månaders utveckling justerat mot index.....	47

1 Inledning

Nyintroduktioner tillsammans med nyemissioner utgör den så kallade primära marknaden på börsen. Det är på den primära marknaden som företagen är direkt inblandade för att förskaffa kapital. Den vanliga handeln på börsen utgör den så kallade sekundära marknaden och inbringar inget kapital till företaget (De Ridder, 1986).

Antalet nyintroduktioner i Sverige har varit relativt få efter den så kallade IT-eran. En nyligen uppmärksamman nyintroduktion är kosmetikföretaget Oriflame. Vid bolagets första kvartalsrapport visade sig fundamentala siffror såsom företags omsättning inte vara så bra som väntat och aktien föll tungt på börsen. En del anklagade Industri Kapital, riskkapitalbolaget som ägde Oriflame, för att ha förskönat siffror. Många investerare ifrågasatte om det verkligen gick rätt till. Även Oriflames ledning ifrågasattes, många ansåg att de skulle ha vinstvarnat. Finansinspektionen ansåg inte att Oriflame gjort något fel men kritiken i media var omfattande.

Mönstret som Oriflameaktien har uppvisat är dock inget unikt. Även om Oriflame aktien kanske sjönk mer än vad som var väntat så är inte en initial uppgång följt av en medioker prestation på längre sikt något som är unikt. Detta är snarare ett mönster som är vanligt vid nyintroduktioner på den internationella marknaden (Ritter, 1998).

Oriflame exemplet må vara extremt och anledningarna till kursfallet hamnar utanför undersökningen i denna rapport. Fallet är dock intressant och belyser ett område såväl som ett fenomen som är värt att undersöka vidare.

1.1 Bakgrund

Enligt Anders Acebo, chef för noteringar och övervakning på Stockholmsbörsen, är den allmänna känslan att aktier stiger direkt efter notering. Acebo anger mest subjektiva skäl och tror att det mest beror på glädje, nyfikenhet och en viss osäkerhet över dess värde (Granström, 2004).

Forskning på området gjord i USA ger stöd för Acebos resonemang att aktier stiger direkt efter notering. En ny aktie introduceras i de flesta fall på börsen med hjälp av en mellanhand, en så kallad garant. Denna mellanhand är rådgivande till företaget som ska introduceras (Loughran & Ritter, 2004). Enligt Loughran och Ritter (2004) erhåller garanten kompensation från både företaget men i många fall även kompensation som är beroende av den första dagens uppgång. De finner alltså i sin undersökning att det finns incitament för att rekommendera ett lågt introduktionspris. Företaget som introduceras på börsen borde först och främst vilja förskaffa så mycket kapital som möjligt. De vill inte se kursen på aktien falla under den första dagen men det

primära målet borde inte vara en kraftig uppgång under den första handelsdagen. De investerare som har tecknat sig för aktien ser dock säkerligen gärna en hög avkastning den första dagen. Loughran och Ritter (2004) visar också att detta ofta är fallet. De använder begreppet underpris för den första dagens uppgång. De finner att nyintroducerade aktier handlas mycket frekvent under den första dagen och att kursen ofta går upp.

Loughran och Ritters (2004) studie där de undersöker hur första dagens avkastning på den amerikanska aktiemarknaden har förändrats genom åren visar att den genomsnittliga avkastningen under den första dagen är anmärkningsvärt hög. Undersökningen visar också att första dagens uppgång har förändrats genom åren, bland annat beroende på rådande börsklimat. Den genomsnittliga uppgången var under 1980-1989 7%, under åren 1990-1998 ökade den till 15% för att sedan brisa under IT-eran till 65%. Efter Internet eran har den genomsnittliga avkastningen sjunkit tillbaka till en nivå på 12%. Detta visar att nyintroduktioner under de senaste 24 åren i genomsnitt har gått upp med nästan 25% under den första handelsdagen.

1.2 Problem

Vi intresserar oss för nyintroduktioner och vad som händer med aktiepriset under och efter en introduktion på börsen. Det finns många osäkra faktorer som måste övervägas vid nyintroduktioner. När en investerare planerar att köpa en aktie som handlas på börsen vet den vad aktien är värd idag. Den senaste köpkursen indikerar vad marknaden i nuläget anser aktien vara värd för en säljare och därmed vad marknaden vill ha betalt för aktien. För en aktie som inte är introducerad råder en osäkerhet kring dess egentliga värde då den aldrig handlats på börsen.

En nyintroduktion är ett sätt för företag att anskaffa kapital. Det kan finnas fler incitament än kapitalanskaffning för en nyintroduktion, men det är i grunden den primära. Företaget som säljer ut aktier till börsen är en av tre huvudaktörer i en nyintroduktion. De andra två är garanten och investeraren. Gemensamt för aktörerna är att de vill tjäna pengar på introduktionen. Företaget vill införskaffa nytt kapital, investeraren vill ha avkastning på sin investering och garanten vill ha betalt för sin tjänst att ta företaget till börsen. Samtliga aktörer vill se en aktiekurs som växer. Deras intresse ligger dock i olika faser. Företaget som introduceras vill införskaffa så mycket kapital som möjligt och vill därför se en hög introduktionskurs. Investeraren vill se en lägre introduktionskurs för att senare se aktien stiga i värde. Garanten måste ta hänsyn till både investeraren och företaget som säljer ut aktier för att inte få dåligt rykte av någon. En lyckad introduktion innebär följaktligen olika saker för de olika parterna.

I teorin är det ingen skillnad på att värdera aktier som ska nyintroduceras på aktiemarknaden och de som redan finns där. Många olika metoder kan användas, till exempel olika diskonteringsmetoder (Copeland, Weston & Shastri 2005). I praktiken är dock många företag som introduceras på aktiemarknaden unga tillväxtföretag där historisk räkenskapsinformation är av begränsat intresse för att bedöma framtida vinster och kassaflöden. En värdering av ett företag kan komma att bero mycket på hur marknaden värderar jämförbara företag i samma bransch (Ritter, 1998).

Dimovski & Brooks (2003) poängterar att markandens ”humör” har stor betydelse för prissättningen. När börsen går bra tenderar nyintroduktioner vara mer underprissatta än i tider då börsen går dåligt. Enligt Burrowes och Jones (2004) väljer garanten tidpunkt för introduktioner utifrån hur värderingen av aktiemarknaden ser ut, de försöker introducera när värderingen är hög.

Ett vanligt förekommande fenomen enligt Ritter (1998) är också att nyintroducerade aktier på den amerikanska aktiemarknaden tenderar att prestera sämre än jämförbara bolag på sikt. Att de nyintroducerade aktierna efter den första dagens uppgång ger sämre avkastning än jämförbara bolag som redan är introducerade på börsen.

Det finns följaktligen anledning att tro att nyintroduktioner på den svenska aktiemarknaden är underprissatta och att de presterar sämre än redan introducerade bolag på sikt. Men om aktiekursen vid nyintroduktioner på den svenska börsen följer samma mönster som den enligt Loughran och Ritter (2004) gör i USA är oklart. Forskningen på området i Sverige är begränsad så en undersökning av nyintroduktioner på den svenska aktiemarknaden är intressant och relevant.

En förutsättning för en investering i en aktie är att investeraren tror på aktien som en bra placering. De investerare som tecknar sig för nyintroduktioner tror på den specifika aktien som en bra placering. Men hur har det sett ut historiskt i Sverige, stämmer Ritters resonemang in på den svenska aktiemarknaden? Ska en investerare på den svenska aktiemarknaden vara försiktig med att investera i ett nyintroducerat bolag? Är det så att nyintroduktioner generellt stiger efter introduktionen för att sedan efter den initiala uppgången prestera sämre än liknande bolag?

Om nyintroducerade aktier på den svenska marknaden visar sig uppvisa liknande beteende som bolag på den amerikanska marknaden kan det ge investerare i Sverige ökad förståelse för en nyintroducerad akties avvikande beteende. Om den svenska marknaden visar liknande uppförande är det av stor betydelse att svenska investerare är medvetna om detta för att kunna ta bra investeringsbeslut.

Vi ska undersöka kursutvecklingen på nyintroducerade bolag på den svenska aktiemarknaden under den första handelsdagen samt även den långsiktiga prestationen hos bolag som introducerats. Genom att undersöka skillnaden mellan introduktionspriset och aktiekursen vid stängning efter den första dagens handel kan vi avgöra underprissättningen. Genom att jämföra aktiekursen vid stängning med kursen efter 18 månader har vi möjlighet att skapa en bild av hur nyintroducerade aktier presterar på längre sikt. Är tecknandet av nyintroduktioner en bra investering i Sverige, och i sådana fall ur vilket tidsperspektiv är det bra? Dessa frågor leder fram till frågan om det kan vara en generellt bra investeringsstrategi för svenska investerare att teckna sig för nyintroduktioner, vilket är en av anledningarna till att vi finner det intressant att undersöka underprissättningen av nyintroduktioner i Sverige.

Frågor vi ställer oss är:

- Är svenska nyintroduktioner underprissatta?
- Hur presterar nyintroducerade aktier på den svenska aktiemarknaden?

Svar på dessa frågor ger en investerare på den svenska aktiemarknaden en större kunskap om nyintroducerade aktiers uppförande. Det ger dem en bättre beslutsgrund för placeringar på börsen och bättre kunskap för att forma bra investeringsstrategier i framtiden.

1.3 Avgränsningar

Vi har valt att avgränsa vår undersökning till att gälla företag som introducerades på Stockholmsbörsens A eller O listor under perioden 1 januari, 1996 till 30 juni, 2003.

1.4 Syfte

Syftet med denna uppsats är att mäta underpriset och den långsiktiga prestationen på nyintroducerade aktier på Stockholmsbörsens A- och O-lista under 1996-2003 samt att undersöka tidigare studier för att finna relevanta teorier och förklaringar till underpriset och den långsiktiga utvecklingen.

1.5 Intressenter

Uppsatsen är intressant för alla dem som vill fördjupa sig inom ämnet nyintroduktioner. Den är även intressant för dem som handlar med aktier och är intresserade av att teckna sig för en nyintroduktion.

1.6 Definitioner

Due Diligence

Den omfattande analys av ett företags förhållanden som till exempel en köpare vid ett företagsförvärv bör och brukar göra. Begreppet syftar på köparens ansvar vid ett företagsförvärv att undersöka alla aspekter av ett företagsobjekt. Garanten upprättar i de flesta fall en sådan vid introduktionsprocessen.

Garant

På engelska kallat underwriter. Denna part är oftast någon form av bank, investmentbank. Garantens uppgift är att hjälpa bolaget som ska introduceras med själva introduktionen. Garanten genomför oftast en analys av bolaget, de bestämmer storleken och priset på introduktionen, tar hand om juridiska frågor samt marknadsför introduktionen.

Introduktionspris

Det pris som aktien säljs för när man tecknar sig för nyintroduktionen.

Nyintroduktion/IPO

IPO (Initial Public Offering) är den engelska benämningen för en nyintroduktion på börsen. Introduktionen innebär att aktien kommer att kunna handlas publikt på aktiemarknaden.

Offer spread

Det spann som introduktionspriset finns inom inför introduktionen.

Prospekt

Ett dokument som är den primära informationskällan om ett bolag som ska introduceras. Information för investerare finns här. Vad prospektet ska innehålla samt hur det ska offentliggöras regleras av Finansinspektionen.

Underprestation

Underprestation betyder att en aktie presterar sämre än ett jämförbart index under en specifik period, detta är oftast en längre period. I denna undersökning används 18 månader.

Underpris

Underpris definieras som aktiens uppgång under den första dagens handel, det vill säga skillnaden mellan introduktionspriset och stängningskursen första dagen.

1.7 Disposition

Dispositionen visar hur uppsatsen är uppbyggd. Vi har börjat med ett inledande kapitel som innehåller bakgrund, problem och syfte. Detta kapitel ska ge en introduktion till uppsatsen och det valda ämnet. Nedan kommer en förklaring till hur resten av uppsatsen ska byggas upp.

Kapitel 2 – Metod

Detta kapitel behandlar den metod vi valt att använda, hur vi samlat in och bearbetat data. Vi beskriver kriterierna för vårt urval, undersökningens uppbyggnad samt vilka metoder vi använt i vår analys. Vi behandlar även uppsatsens trovärdighet.

Kapitel 3 – Referensram

I detta kapitel tar vi upp tidigare empiriska studier samt teorier från tidigare forskning.

Kapitel 4 – Resultat

I detta kapitel redovisar vi resultatet från vår undersökning.

Kapitel 5 - Analys

I detta kapitel analyserar vi resultatet med hjälp av de teorier som finns presenterade i kapitel 3.

Kapitel 6 – Slutsatser

Här redovisar vi de slutsatser vi kommit fram till med utgångspunkt från analysen. Här kommer även metodreflektioner presenteras.

2 Metod

I detta kapitel diskuterar vi metoden som används i studien. Metoderna beskriver hur vi ska samla in och bearbeta information som ligger till grund för studien. Vi ämnar också diskutera det planerade tillvägagångssättet som vi ska använda för att på bästa sätt uppfylla syftet med rapporten.

2.1 Metodansats

Enligt Lundahl och Skärvad (1999) syftar utredningsarbete till att producera kunskap. Valet av metod ska avgöras av rapportens syfte och problemområde. Denna uppsats syfte är att undersöka underpriset och den långsiktiga utvecklingen på nyintroducerade aktier på stockholmsbörsens A- och O- lista. Det är detta syfte som ligger till grund för val av metod i studien.

I en kvantitativ metod baserar man slutsatserna på data som kan kvantifieras medan man i en kvalitativ undersökning baserar sina slutsatser på ej kvantifierad data såsom, attityder, värderingar och föreställningar, så kallad mjukdata (Lundahl & Skärvad, 1999). En kvantitativ ansats är en passande metod då vi inte är ute efter kvalitativ data såsom känslor och beteenden utan snarare information som hur mycket och hur många. Eftersom målet med uppsatsen är att undersöka utvecklingen första dagen och utvecklingen 18 månader framåt är en kvantitativ ansats det enda alternativet.

2.2 Datainsamling

Det finns en rad olika metoder för datainsamling. Det viktigaste med datainsamlingen är att få relevant information. Data som kommer att samlas in i denna studie är historiska börskurser på nyintroducerade bolag på stockholmsbörsens A- och O-lista under perioden 1 januari, 1996 till 30 juni, 2003. Att vi inte inkluderar exempelvis NGM och nya marknaden i vår studie är för att introduktioner på de mindre listorna har en förhållandevis låg och/eller oregelbunden handel. En låg handel ger sämre likviditet och mindre tillförlitliga uppgifter för aktien. Risken är också att kursförändringarna är stora och oregelbundna. Tidsperioden 1 januari, 1996 till 30 juni, 2003 har vi valt för att målet med uppsatsen är att spegla hur problematiken med nyintroduktioner ser ut i modern tid. Denna tidsperiod visar även olika tillstånd på börsen, allt från ett normalt börs klimat till lågkonjunktur och högkonjunktur i form av IT-eran. Svängningarna på börsen var under denna tidsperiod extremt kraftiga gällande både uppgångar och nedgångar.

Mer konkret ska tillvägagångssättet påbörjas genom framtagandet av relevanta nyintroduktioner som passar in i vårt urval. Dessa nyintroduktioner ska vara verkliga nyintroduktioner och med detta menar vi att det inte ska vara avknoppningar, utdelningar, listbyten eller omstruktureringar

utan verkliga nyintroduktioner där ett bolag utanför börsen introduceras på A- eller O-listan. Information om vilka bolag som har introducerats har vi fått från Stockholmsbörsen, dessa nyintroduktioner har vi senare jämfört med nyintroduktioner som Erik Lidén, doktorand Göteborgs universitet, använt i sin forskning. Lidéns studie har använt sig av ett snarlikt urval men har inte undersökt samma fenomen som vi ämnar göra. Studien undersöker samma tidsperiod som vi men hans uppgifter om aktuella nyintroduktioner är framtagna ur databasen ”One banker deal” och sedan jämförda med information från Stockholmsbörsen. De bolag som Lidén inkluderat i sin undersökning som inte introducerats direkt på A- eller O-listan har vi valt att exkludera. Börskurserna som samlats in från dessa bolag är stängningskursen första handelsdag samt stängningskursen 18 månader senare. Vi har även undersökt i fall bolagen genomgått en split eller nyemission vilket hade påverkat kurserna.

Vilken databas som används för att få fram börskurser och övrig information har mindre betydelse då alla är tillförlitliga, vi har i vår undersökning använt databaserna EcoWin, Six-trust, Affärsdata samt Stockholmsbörsens databas. Då vi inte lyckats erhålla börskurserna genom databaserna har vi i dessa fall inhämtat börskurser från gamla Dagens Industri.

Både insamlandet av nyintroduktioner och börskurser hade kunnat utföras på flera olika sätt och genom flera olika databaser men med detta tillvägagångssätt anser vi att ett tillförlitligt resultat uppnås.

Beträffande introduktionspriset har vi i de flesta fall fått denna information från Stockholmsbörsen. Då inte denna varit tillräcklig eller frånvarande har vi genom Affärsdata identifierat introduktionspriset genom gamla tidningsartiklar.

2.3 Uppsatsens trovärdighet

Enligt Björklund och Paulsson (2003) måste aspekterna validitet, reliabilitet och objektivitet alltid uppmärksammas vid forskningsrapporter i vetenskapliga sammanhang. Validitet avser i vilken utsträckning man mäter det man avser att mäta. Med reliabilitet avses frånvaron av slummässiga mätfel och objektivitet avser korrekt återgivning av data, att ej medvetet utelämna viktiga uppgifter (Lundahl & Skärvad, 1999).

Björklund och Paulsson (2003) liknar begreppen validitet och reliabilitet vid pilkastning. Om pilarna samlas nära varandra så uppnås en hög reliabilitet och om de kommer i mitten så uppnås en hög validitet. Strävan bör vara att uppnå så hög validitet, reliabilitet och objektivitet som möjligt vid vetenskapliga undersökningar. Man ska dock väga denna strävan mot tillgången till resurser vid utformningen av undersökningen (Björklund & Paulsson, 2003).

Validiteten i vår studie är hög då riskerna är små att samla in data som kommer att vara missvisande eller data som inte mäter det avsedda problemet. Det som talar emot en hög validitet skulle kunna vara att fel nyintroduktioner, nyintroduktioner som inte passar in i urvalskriterierna, används i undersökningen. Vidare är också objektiviteten hög då det inte finns några risker med att ej återge data korrekt eller utelämna data. Detta för att insamlad data är historiska börskurser som samlas in från databaser, dessa data bör vara pålitlig. Johansson Lindfors (1993) skriver dock att det är oundvikligt att bortse från forskarpåverkan vid samhällsvetenskapliga studier. Vår avsikt är att minimera påverkan genom att använda oss av klara urvalskriterier och en klar uppfattning hur vi ska behandla insamlad data. Detta för att studien ska bli så rättvisande och trovärdig som möjligt.

Undersökningen har även en hög reliabilitet. Vi tror att resultatet skulle bli detsamma om studien skulle utföras av andra. Detta under förutsättning att samma urvalskriterier, samma tidsperiod och samma jämförelseindex används för att visa utvecklingen. Reliabilitetsproblem som kan uppstå är att fel börskurser används i undersökningen, för att minimera detta har vi säkerställt den informationen genom att jämföra med flera olika databaser.

2.4 Analymodell

Vid en analys måste författarna, enligt Lundahl och Skärvad (1999), göra en beskrivning av resultatet. En analys handlar i grunden om att analysera det insamlade och bearbetade materialet (Lundahl & Skärvad, 1999). Vår studie ska genomföras utifrån en litteraturstudie och insamling av kvantifierbar sekundärdata. Dessa data ska sedan sammanställas för att kunna analyseras. Ett branschindex används för att jämföra aktiens utveckling med marknadens utveckling och på så sätt erhålls ett mått på aktiens prestation både på kort och på lång sikt.

Mer konkret kommer vi i analysen att jämföra och tolka resultatet av undersökningen med hjälp av de teorier som presenteras i kapitel 3.

2.5 Undersökningen

2.5.1 Undersökningens disposition

Vår undersökning består av nyintroducerade bolag på Stockholmsbörsens A- och O-lista under perioden 1996-2003. Från dessa bolag har vi samlat in introduktionspris, första dagens stängningskurs och stängningskurs 18 månader efter introduktionen.

Dessa data har sedan legat till grund för att räkna ut underpriset och prestationen på lång sikt. Värdena har även justerats med hjälp av passande index. Med hjälp av den insamlade data har även annan information tagits fram som är intressanta för studien. Medelvärden och medianvärden har sedan räknats fram på den insamlade data. Resultatet av undersökningen presenteras i kapitel 4.

2.5.2 Tidpunkter

Vi har som mål att utvärdera nyintroduktioners kortsiktiga och långsiktiga prestation. Med kortsiktig prestation menar vi om det finns ett underpris i introduktionen. Detta kommer vi att räkna ut genom att jämföra introduktionspriset med stängningspriset första dagen. Att vi tar stängningspriset första dagen beror på att det är bara den initiala uppgången vi intresserar oss för i vår studie och inte eventuella förändringar strax efter introduktion.

När vi mäter långsiktig prestation väljer vi att jämföra utvecklingen genom att ta den första dagens stängningskurs och jämföra med stängningskursen 18 månader senare. Att vi använder tidsintervallet 18 månader är för att denna period bör vara tillräckligt lång för att vara ett mått på långsiktig prestation. Inom 18 månader hinner bolaget både presentera ett bokslut, vilket är granskat av en revisor, samt ett antal kvartalsrapporter. Efter en så pass lång period som 18 månader har företagets gångbarhet på markanden framkommit och marknaden har haft förhållandevis lång tid på sig att värdera företaget. Risken med att använda sig av en längre period än 18 månader kunde ha varit att fler utomstående faktorer påverkat företaget. Det finns en större risk att företaget blivit uppköpt, fusionerats eller liknande vilket leder till att det inte finns någon möjlighet att mäta prestationen.

2.5.3 Formler

Underpris

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

Underpris justerat mot index

$$\text{Underpris justerat} = 100 * \left[1 + \left(\frac{\text{stängningskurs} - \text{introkurs}}{\text{introkurs}} \right) / 1 + \left(\frac{\text{index stängning} - \text{index start}}{\text{index start}} \right) \right] - 100$$

Långsiktig prestation

$$\text{Långsiktig prestation} = \frac{\text{stängningskurs efter 18 mån} - \text{stängningskurs första dan}}{\text{stängningskurs första dan}}$$

Långsiktig prestation justerat mot index

$$\text{Långsiktig justerat} = 100 * \left[1 + \left(\frac{\text{st kurs 18} - \text{st kurs första dan}}{\text{st kurs första dan}} \right) / 1 + \left(\frac{\text{index efter 18 mån} - \text{index första dan}}{\text{index första dan}} \right) \right] - 100$$

Det justerade värdet är skillnaden mellan aktieutvecklingen och indexutvecklingen. Ett exempel kan vara aktien ABC. Stängningskursen för ABC efter en dags handel är 100kr. 18 månader senare är stängningskursen 125kr. Genom att dividera uppgången med stängningskursen efter den första dagens handel får vi den procentuella uppgången och det ojusterade värdet 25%. Index har samtidigt gått upp från 100 till 150, alltså 50 punkter. För att justera det mot index jämför vi med hur ABC:s motsvarande index har presterat under dess period.

Om ABC har gått upp 25kr och index 50 punkter så dividerar man aktieuppgången med indexuppgången. För att få detta i procent multipliceras detta med 100 och för att få utvecklingen subtraheras 100 från resultatet.

2.5.4 Val av referensindex

Vi har valt att använda oss av affärsvärldens olika branschindex som referensindex. Detta för att dessa index visar utvecklingen för en specifik bransch. Att jämföra en aktie med ett brett index såsom AFGX eller det vanliga SAX index vore inte rättvist då det kan vara en stor skillnad i utveckling mellan olika branscher. De branschindex som vi delat in aktierna i är råvaror, industri, konsumentvaror, hälsovård, finans, IT, telekommunikation, media, underhållning och tjänster. Nämnvärt är också att indexen är förmögenhetsviktade vilket innebär att varje akties vikt står i proportion till dess börsvärde.

3 Tidigare empiriska studier och teorier

Detta kapitel börjar med en introduktion till ämnet nyintroduktioner och en granskning av noteringskraven på Stockholmsbörsen. Sedan följer en genomgång av garantens funktion och prissättningen av introduktionen. Därefter behandlas tidigare empiriska studier innehållande underpris och prestation. Slutligen presenteras teorier för underpris och underprestation.

3.1 Inledning

3.1.1 Nyintroduktioner

Det engelska begreppet IPO betyder Initial Public Offering vilket innebär nyintroduktion av aktie till att handlas publikt på aktiemarknaden. En IPO behöver enligt Ritter (1998) egentligen inte innebära introduktion av just en aktie, det kan vara andra typer av värdepapper, men i de allra flesta fallen åsyftas dock aktier och det är den betydelsen vi kommer att använda i denna rapport.

De flesta företag börjar med att emittera aktier till ett fåtal investerare utan att lansera aktier publikt. När företaget behöver ytterligare kapital beslutar de ofta att lansera aktier publikt och sälja aktier till ett större antal diversifierade investerare, de beslutar att introducera aktier till handel på aktiemarknaden. Den ökade handeln som en börsintroduktion medför ökar likviditeten i aktien. Detta gör att företaget kan skaffa kapital på ett mer fördelaktigt sätt än när de behöver kompensera ett fåtal investerare för låg likviditet, det vill säga för att aktien inte handlas publikt. När aktien handlas publikt på aktiemarknaden kan aktieägare köpa och sälja aktien direkt på börsen (Ritter, 1998).

Ellingsen och Rydqvist (1997) anger fyra huvudsakliga motiv till att introducera företag på aktiemarknaden. Motiven är att anskaffa nytt kapital, förhöja företagets image och öka publiciteten samt motivera anställda och realisera investeringen i företaget genom att sälja ut det till börsen.

Att introducera en aktie på börsen är dock förenat med flera kostnader, dels indirekta kostnader för att förse investerare och allmänheten med information och dels kostnader förenat med själva introduktionen. Direkta kostnader är till exempel juridiska, revisions- och garantkostnader. Exempel på indirekta kostnader är den tid som krävs av företagsledningen för att kunna introducera bolaget (Ritter, 1998).

När ett företag introduceras på den amerikanska aktiemarknaden säljer de vanligtvis 20-40% av aktiekapitalet till marknaden (Ritter, 1998). Som hjälp anlitar företaget i de flesta fall en så kallad

garant som bidrar med prissättning och marknadsföring av introduktionen. Garanten genomför också ofta en så kallad ”due diligence” som innebär en omfattande analys av företagets tillstånd i olika avseenden. Garanten står även för författandet av ett prospekt för introduktionen samt framställer nödvändiga juridiska dokument (Ritter, 1998).

3.1.2 Noteringskrav på Stockholmsbörsen

Stockholmsbörsen är indelad i två olika listor, A och O-listan där kraven mellan de olika listorna skiljer sig åt. A-listan är den listan där de största bolagen är noterade på och är indelad i mest omsatta och övriga aktier. O-listan är den andra av de två listorna. Inom O-listan finns ett segment för de mest omsatta aktierna kallad Attract 40.

I syfte att skapa förutsättningar för en ändamålsenlig börshandel, säkerställa att bolagen kan tillhandahålla information samt att upprätthålla allmänhetens förtroende för aktiemarknaden, ställer Stockholmsbörsen vissa grundläggande krav på de bolag som ansöker om notering (Börsnotering och noteringskrav, 2004).

Innan bolag introduceras på Stockholmsbörsen måste de genomgå en utredning som utförs av en granskningsman, en så kallad börsrevisor. Denna utredning ligger sedan till grund för beslutet om notering som tas av Stockholmsbörsens bolagskommitté.

Det finns alltså noteringskrav som måste uppfyllas innan bolag kan noteras på Stockholmsbörsen. Ett av dessa krav är att bolaget ska genomgå en legal granskning som innebär att legala risker beskrivs på ett korrekt sätt och omfattar en genomgång av bland annat avtalsförhållanden. Inför en notering tas även ett prospekt fram som avser att ge information till eventuella investerare samt är ett underlag för bolagskommitténs bedömning inför notering.

Vissa av kraven inför notering är specifika för A-listan. För notering på A-listan gäller högre krav än för notering på O-listan. På A-listan krävs det att bolagen har tre års verifierbar historia vilket innebär att bolaget måste ha bedrivit sin nuvarande verksamhet i tre år. Bolaget ska vidare ha en dokumenterad vinstintjäningsförmåga vilket innebär att resultatet i bolaget är av rimlig storleksordning i förhållande till branschen i övrigt. Bolaget ska även vid noteringstillfället få ett börsvärde på minst 300 miljoner kronor. När det gäller O-listan så finns det inget krav på att bolaget ska ha dokumenterad vinstintjäningsförmåga men däremot att det ska finnas tillräckligt med finansiella resurser för att kunna bedriva den planerade verksamheten i 12 månader. Ett annat krav som gäller både A och O-listan är att aktiepriset inte får understiga 25kr vid introduktion (Börsnotering och noteringskrav, 2004).

Fortlöpande noteringskrav är krav som bolagen alltid måste uppfylla. Ett sådant krav är att bolaget ska uppfylla börsmässiga krav beträffande ledning och styrelse. Bolaget ska även ha ett börsmässigt ekonomi- och rapporteringssystem. Styrelsen ska även ha fastställt en informationspolicy som behandlar vad för typ av information som ska offentliggöras, informationshantering i samband med kris och även att informationen som offentliggörs ska vara relevant, korrekt och tillförlitlig. Ett annat krav är spridningen av aktierna, ett bolag på A-listan måste ha minst 2000 aktieägare med en handelspost, för O-listan gäller minst 500 aktieägare med en handelspost (Börsnotering och noteringskrav, 2004).

Om ett bolags ställning är ifrågasatt kan bolaget placeras på en speciell observationsavdelning, så kallad OBS notering. Denna notering är under begränsad tid och kan komma ifråga om bolagets ställning som börsbolag är ifrågasatt. Anledningar till en sådan notering kan exempelvis vara en stor förändring av organisationen, allvarlig överträdelse av regler eller för låg handel.

3.1.3 Garantens funktion

Garanten är ansvarig för koordinerandet av prospektet inför företagets ledning. Daily, Certo och Dalton (2003) menar att garantens erfarenhet av den komplicerade och ofta utdragna process som en nyintroduktion innebär är viktig för bolaget som ska introduceras. Garanten innehar till en början även uppgiften att marknadsföra aktien för relevanta investerare till exempel finansiella institutioner (Daily et al., 2003).

På den svenska marknaden är det däremot vanligt med ett flertal garantier i ett syndikat som tar hand om introduktionen (Lidén, 2004). Garanten bestämmer det så kallade kursintervallet som ska finnas med i det prospekt som utges inför introduktionen. Det slutgiltiga introduktionspriset sätts inte förrän dagen innan introduktionen (Daily et al., 2003). Enligt Daily et al. (2003) kan kursintervallet ge indikationer på osäkerheten vid nyintroduktionen. Ett högre intervall ger indikationer om en hög osäkerhet. Enligt Lidén (2004) är garantier i Sverige också ansvariga för stödköp när handeln i den introducerade aktien börjat.

Enligt Booth och Smith (1986, återgiven i Dimovski & Brooks, 2003) måste en garant vara försiktig med underprissättning, den riskerar annars dåligt rykte hos kunder och förlorad marknadsandel. Garantier med bra rykte har större möjlighet att introducera till ett högre pris (Fernando et al., 2004; How & Yeo, 2000).

3.1.4 Nyintroduktioner understödda av riskkapitalbolag

Enligt Lee och Wahal (2004) så är den genomsnittliga avkastningen för den första dagens handel högre för nyintroduktioner som är understödda av riskkapitalbolag. De finner i sin undersökning att nyintroduktioner på den amerikanska marknaden som är understödda av ett riskkapitalbolag, det vill säga riskkapitalbolaget säljer ut företaget till börsen, har en kraftigare kursutveckling under den första dagen. Lee och Wahal (2004) undersökte nyintroduktioner på den amerikanska aktiemarknaden mellan 1980-2000. Skillnaden mellan introduktioner, som är understödda av riskkapitalister och introduktioner som inte är det var mellan 5-10%. Megginson och Weiss (1991, återgiven i Lee & Wahal, 2004) argumenterar dock för det motsatta. Deras forskning på bolag som introducerats mellan 1983-1987 visar att första dags avkastningen är lägre för bolag som är understödda av riskkapitalbolag, detta stödjer också deras underliggande tro att riskkapitalister bestyrker företagets rätta värde.

Lee och Wahal (2004) menar också att anseendet för riskkapitalbolaget som tar bolaget till börsen har betydelse för prissättningen. En etablerad riskkapitalist behöver inte underprissätta i den utsträckningen som en mindre etablerad behöver. En mindre etablerad riskkapitalist kan använda sig av ett högre underpris för att attrahera investerare. Lee och Wahal (2004) finner också att de är beredda att ta denna kostnad. Att etablera ett gott renommé är helt avgörande för riskkapitalisten för att lyckas med framtida affärer.

3.1.5 Prissättning

Enligt Fernando, Krishnamurthy och Spindt (2004) har introduktionspriset stor betydelse för vilken sorts investerare man vill attrahera. De hänvisar till Lipman (2000) som påstår att garantier till amerikanska nyintroduktioner tenderar att introducera nyintroduktioner till ett pris mellan 10 USD och 20 USD per aktie. Emellanåt sätts priset till över 20 USD för att generera mer prestige för introduktionen. Om priset är under 5 USD riskerar aktien att betraktas som en ”penny stock” vilket betyder att det är svårare att attrahera institutionella investerare. Även Falkenstein (1996, återgiven i Dimovski & Brooks, 2003) och Gompers och Metrick (2001, återgiven i Dimovski & Brooks, 2003) menar att finansiella institutioner undviker att investera i så kallade ”penny stocks”. Anledningarna kan dels vara de högre transaktionskostnaderna som är förenade med dessa aktier men också att uppfattningen av ”penny stocks” är negativ. Kontentan av resonemanget som Fernando et al. (2004) driver är att utgivare av nyintroduktioner som vill attrahera finansiella institutioner bör välja ett högre introduktionspris. Noterbart är också att introduktioner som är prissatta lågt och högt i prisspannet generellt handlas mindre än de

introduktioner som är prissatta i mitten. Dessutom har nyintroduktioner där aktiepriset är högt en högre andel institutionella investerare (Fernando et al., 2004).

3.2 Tidigare empiriska studier

3.2.1 Underprissättning

Ett flertal orsaker och anledningar till fenomenet underprissättning har presenterats i litteraturen genom åren. Enligt Ritter (1998) existerar fenomenet i alla nationer med en aktiemarknad. Underprissättning är prisförändringen mätt från introduktionspriset till marknadspriset vid stängning efter den första dagens handel.

Tabell 3-1 visar den genomsnittliga underprissättningen för fem i-länder. I alla undersökta länder förekommer en tydlig underprissättning.

Land	Källa	Bolag	Tidsperiod	Genomsnittligt underpris
Australien	Lee, Taylor & Walter	266	1976-1989	11,9%
Kanada	Jog & Riding; Jog & Srivastava	258	1971-1992	5,4%
USA	Ibbotsson, Sindelar & Ritter	13308	1960-1996	15,8%
Tyskland	Ljungqvist	170	1978-1992	10,9%
Japan	Fukuda; Dawson & Hiraki; Hebner & Hiraki; Pettway & Kaneko; Hamao, Packer, & Ritter	975	1970-1996	24,0%

Tabell 3-1 (Ritter, 1998). Internationell forskning underpris

Vad beror då denna underprissättning på? Varför introducerar ett företag sina aktier på börsen till ett lägre pris än vad de till synes skulle kunna få? Enligt Loughran och Ritter (2002, återgiven i Dimovski & Brooks, 2003) klagar sällan ägarna till bolaget som introduceras på ett stort underpris.

Enligt Ibbotson et al. (1994, återgiven i Daily et al., 2003) köper en garant de aktier som ska introduceras till det pris som bestämts och säljer sedan vidare aktierna till samma pris till investerare. Om introduktionspriset är för högt kan garanten få problem att sälja de aktier som de är förbundna att göra. Daily et al. (2003) ser därmed ett incitament för garanten att underprissätta. Ett större ”offer-spread”, det prisintervall som introduktionen kommer att hamna

inom, ger också garanten möjligheten att introducera aktien till ett lågt pris i fall de skulle bedöma efterfrågan vara låg, det ger dem större flexibilitet.

Enligt Barons teori (Muscarella & Vetsuypens, 1989, återgiven i Dimovski & Brooks, 2003) beror underprissättning på asymmetrisk information mellan utgivaren och garanten. Även om det finns andra anledningar än asymmetrisk information mellan utgivaren och garanten som orsak till underprissättningen så ska nyintroduktionen utan garant vara mindre underprissatt än den som introduceras med garant. Dimovski & Brooks (2003) kommer alltså fram till att nyintroduktioner som hanteras av garanten i högre grad underprissätter än nyintroduktioner som hanteras av utgivaren själv.

Benveniste och Spindt (1989, återgiven i Dimovski & Brooks, 2003) påstår att nyintroduktioner måste vara underprissatta för att investerare ska vara intresserade av att teckna sig för dem. Om aktien inte var underprissatt skulle investeraren lika gärna kunna handla aktien efter introduktionen.

Nivån av osäkerhet kring värdet av nyintroduktionen har stor betydelse för underprissättningen. Enligt Beatty och Ritter (1986, återgiven i Dimovski & Brooks, 2003) minskar behovet av underprissättning när osäkerheten om nyintroduktionens värde är lägre.

Loughran och Ritter (2002, återgiven i Lee & Wahal, 2004) ser även andra förklaringar till underprissättningen. De menar att utgivare ignorerar förlusten av kapital som underpriset innebär då de inte ser på detta separat från den totalt sett positiva intäkten som introduktionen innebär.

Ritter (1991, återgiven i Burrowes, 2004) fann att nyintroducerade bolag presterade sämre än konkurrenter på samma marknad i det långa loppet. Kan detta innebära att nyintroduktioner är rätt prissatta av garanten men att den efterföljande prisuppgången är spekulationer av oinformerade investerare.

3.2.2 Underprestation

Yi (2001) menar att nyintroducerade aktier oftast presterar sämre än index. Värt att notera är att de företag som visar positivt resultat, det vill säga gör vinst, vid introduktionen klarar sig bättre på aktiemarknaden än de som visar negativt resultat vid introduktionen. Yi (2001) menar att investerare i introduktioner där företaget visar negativt resultat kanske har haft en för optimistisk syn på framtiden och att man bör anta en försiktig inställning till introduktioner där företaget går dåligt.

Det finns omfattande forskning som visar hur nyintroduktioner underpresterar i jämförelse med liknande bolag som är etablerade på aktiemarknaden. Tabell 3-2 visar den avvikande avkastningen från fem stora i-länder.

Land	Källa	Bolag	Tidsperiod	Underprestation
Australien	Lee, Taylor & Walter	266	1976-1989	-46,5%
Kanada	Jog & Srivastava	216	1972-1993	-17,9%
USA	Loughran & Ritter	4753	1970-1990	-20,0%
Tyskland	Ljungqvist	145	1970-1990	-12,1%
Japan	Cai & Wie	172	1971-1990	-27,0%

Tabell 3-2 (Ritter, 1998). Internationell forskning underprestation

Underprestationen är uträknad som skillnaden mellan en portfölj med nyintroducerade bolag och en portfölj med matchande bolag som inte är nyintroducerade.

3.3 Teorier från litteraturen

Studier om nyintroduktioner av aktier runt omkring i världen har i huvudsak fokuserat på stor initial avkastning, underpris, samt hur aktien presterar på lång sikt. Många forskare använder sig av liknande hypoteser och har liknande teorier om anledningar till underprissättningen och prestation. Teorierna har dock vissa begränsningar och det finns även konflikter mellan vissa. De passar också in mer eller mindre bra beroende på vilken marknad de är utvecklade för. Alla hypoteser är därför inte relevanta på alla marknader. Följande teorier är de mest förekommande som förklaringar till hur nyintroducerade aktier uppför sig under den första dagens handel och hur de presterar på lång sikt.

3.3.1 Underpris

Nedan presenteras fem teorier och förklaringar till fenomenet underpris.

Winner's curse teorin

Winner's curse teorin behandlar bristen på symmetri gällande informationstillgång mellan investerarna. Detta betyder att de informerade investerarna belönas genom underprissättning av nyintroduktionerna. De köper de nyintroducerade aktierna och avslöjar informationsöverskottet de har i jämförelse med de oinformerade investerarna vilket leder till en kursuppgång (Beauffy och Ritter, 1986; Rock, 1986, återgivna i Durukan 2002; Ritter, 1998).

Certifierings- eller Rykteteorin

Certifierings- eller Rykteteorin innebär att garantier och revisorer inträder en certifieringsroll som minskar osäkerheten i en nyintroduktionsprocess. Denna teori understryker också att konkurrens bland garantier är nog så viktig som deras rykte (Christy et al., 1996, återgiven i Durukan, 2002). Johnson och Miller (1988; återgiven i Burrowes & Jones, 2004) menar att desto högre prestige garanten har desto mindre underpris blir det och vice versa. Detta är dock lite missvisande för när författarna tog hänsyn till nivån av risk vid introduktionerna var det en obetydlig skillnad på underpriserna oberoende av prestige hos garanten. Detta visar att de mer prestigefulla garantierna ofta medverkar i nyintroduktioner med bolag med lägre risk.

Beatty and Ritter (1986; återgiven i Burrowes, Feldmann, Feldmann & MacDonald, 2004) har undersökt garanters rykte och hur detta påverkar nyintroduktioner. Enligt dem hade företag som anlidade garantier med lång historia, större kundkrets och bättre rykte ett mindre underpris.

Signaleringsteorin

Signaleringsteorin innebär att företag använder underprissättning av nyintroduktioner som ett medel för att signalera deras kvalitet. Underprissättning av kvalitetsföretag möjliggör senare att få en större avkastning på de efterföljande aktieerbjudandena. Denna teori bygger dock på att ägarna till företaget är beredda att inledande förlora pengar på nyintroduktionen vilket oftast inte är troligt (Allen & Faulhaber, 1989; Grinblatt & Huang, 1989; återgivna i Durukan, 2002). Ett större underpris kan också leda till fler nyemissioner vid senare tillfällen vilket kan förklaras med att det höga underpriset vid introduktionen leder till ett större kapitalbehov vid ett senare tillfälle.

Nyckteorin

Nyckteorin baseras på bevis att nyintroduktioner underpresterar jämfört med marknaden på lång sikt och argumenterar att den initiala avkastningen inte beror på systematisk underprissättning utan på en övervärdering av nyintroduktioner hos investerare eller närvaron av nycker i den tidiga eftermarknadshandeln. Nyckteorin innebär alltså att nyintroduktionerna prissätts rätt men att det är i den tidiga efterhandeln som investerare övervärderar aktien (Durukan, 2002).

Information cascade-teorin

I information cascade-teorin kommer informerade investerare att kräva en rabatt för att undvika en aktie som inte har tillräcklig efterfrågan för att uppnå sitt rätta värde i den sekundära marknaden (Beneveniste & Spindt, 1989; återgiven i Burrowes et al., 2004).

3.3.2 Underprestation

Precis som det finns en rad olika teorier om underprissättning så finns det teorier om varför nyintroduktioner underpresterar på lång sikt.

Överoptimistiska teorin

Den överoptimistiska teorin behandlar den långsiktiga underprestationen hos nyintroduktioner. Att nyintroduktioner ofta underpresterar, det vill säga presterar sämre än liknande bolag, är ett välkänt fenomen i litteraturen kring nyintroduktioner. Enligt Burrowes och Jones (2004) finns det en förklaring till den långsiktiga underprestationen hos nyintroduktioner. Denna förklaring handlar om att bolag ofta introduceras i stora grupper och att dessa grupper sammanträffar med toppar i marknaden eller branschen. Med detta menas att företag försöker att tima sina introduktioner nära sådana toppar. Företag introduceras när värderingen är för hög. Detta överensstämmer med att investerare ofta är överoptimistiska över framtidspotentialen för nyintroduktioner (Aggarwal & Rivoli, 1990; Ritter, 1991; Loughran & Ritter, 1995, återgivna i Burrowes & Jones 2004). Den dåliga långsiktiga prestationen kan förklaras med att de ursprungliga investerarna är överoptimistiska i de tidiga stadierna av handeln. När mer företagsspecifik information blir tillgänglig börjar investerarna att revidera de ursprungliga utsikterna och värderingen för företaget vilket leder till en dålig utveckling.

Avvikande åsikts teori

Denna teori menar att de investerare som är mest positiva till introduktionen är de som köper den. Om graden av osäkerhet om värdet är stor kommer andelen optimistiska köpare vara mycket större än andelen pessimistiska. Med tiden blir mer information tillgänglig och skillnaden mellan optimistiska och pessimistiska investerare blir mindre. Som en konsekvens kommer aktiekursen att sjunka (Ritter, 1998).

Impresario teorin

Denna teori argumenterar för att IPO marknaden är föremål för nycker och att IPOs är underprissatta för att garantera (impresarierna) vill skapa anblicken av överskridande efterfrågan.

Denna teori förespråkar att de introduktionerna med högst underpris ska prestera sämst på lång sikt (Ritter, 1998).

Möjlighetsteorin

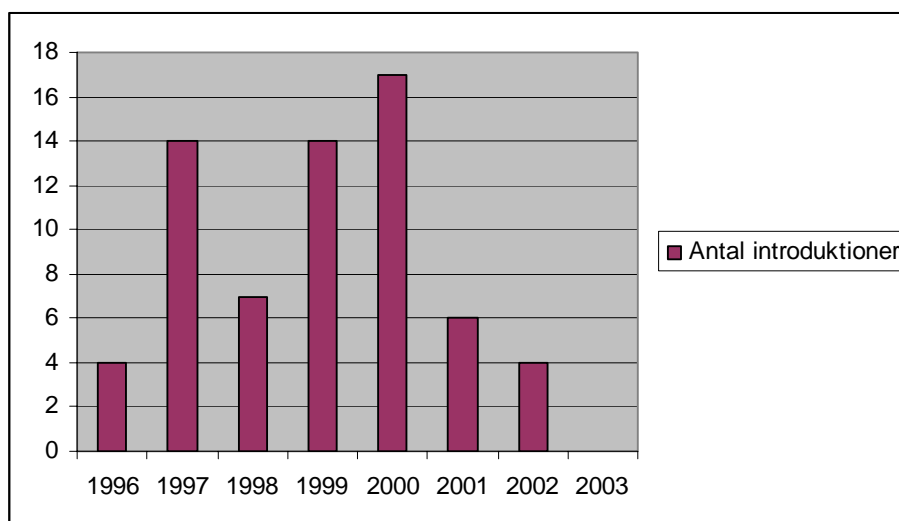
Möjlighetsteorin hävdar för att det är mer troligt att företag som introduceras i tider när handelsvolymen är hög är övervärderade. Detta har implikationen att högvolymerperioder ska associeras med de lägsta långsiktiga avkastningarna (Ritter, 1998). Om det är en period när investerare är speciellt positiva till tillväxtpotentialen hos företag som nyintroduceras på börsen kan till och med den ökade handelsvolymen vara ett resultat av att företag försöker timma in sin nyintroduktion för att ta fördel av känslan av omställningen i marknaden.

4 Resultat

I detta kapitel presenterar vi resultatet av vår undersökning. Data som samlats in illustreras i diagram och beskrivs.

4.1 Antal introduktioner

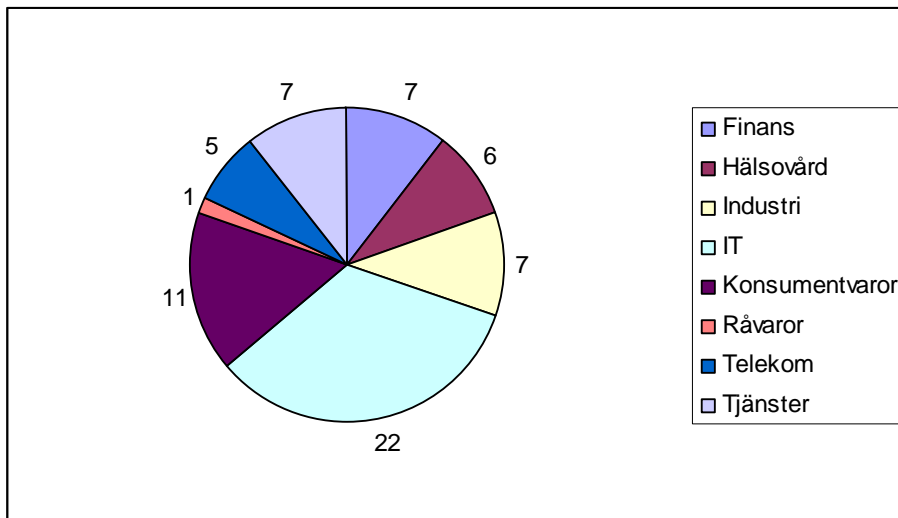
Antalet nyintroduktioner på Stockholmsbörsens A- och O lista har skiljt sig åt väsentligt mellan åren 1996 och 2003 (figur 4-1). Det totala antalet nyintroduktioner under perioden var 66. I början av perioden var antalet nyintroduktioner ganska lågt för att sedan öka under perioden 1997-2000. Flest antal nyintroduktioner var det år 2000 då 17 bolag introducerades. Efter år 2000 minskar antalet nyintroduktioner successivt till år 2003 då inga bolag introducerades på Stockholmsbörsens A- och O-lista.



Figur 4-1. Antalet nyintroduktioner per år 1996-2003

4.2 Branschfördelning

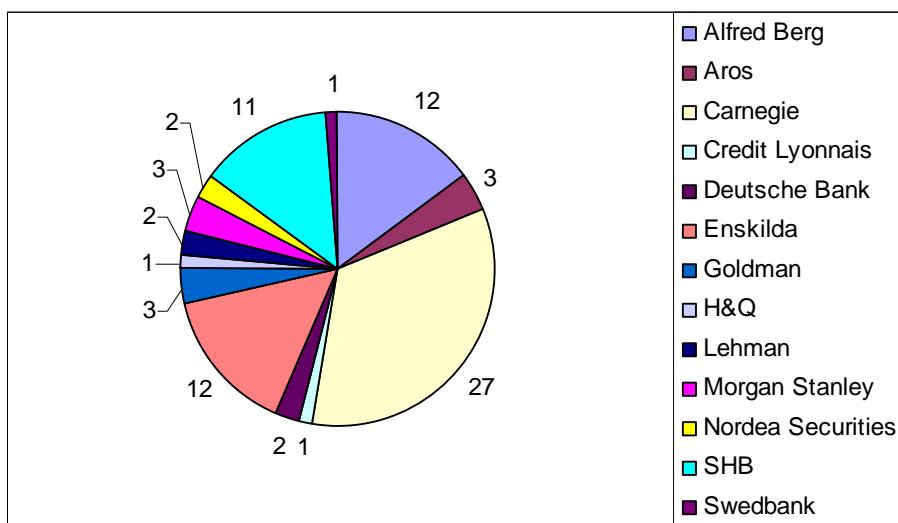
Av de aktier som introducerats under perioden 1996 till 2003 är det en klar övervikt för IT bolag som står för 22 av totalt 66 introduktioner (figur 4-2). Under perioden 1999-2000 introducerades 16 av IT bolagen. Dessa två år introducerades alltså en stor andel av IT bolagen. En annan bransch med många introduktioner är konsumentvaror där 11 aktier introducerades. Förutom IT och konsumentvaror är antalet nyintroduktioner någorlunda jämt fördelat mellan tjänster, finans, industri och hälsovård, vilka står för mellan 5 och 7 introduktioner under perioden. Den enda bransch som skiljer sig åt är råvaror där bara ett bolag introducerades.



Figur 4-2. Fördelningen av introduktionerna på branscher

4.3 Garanter

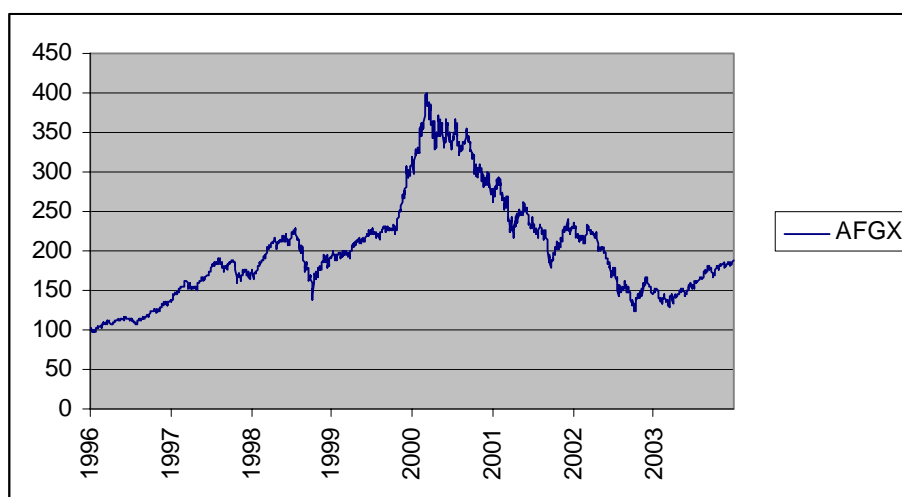
Nedan i figur 4-3 illustreras hur många introduktioner de olika garanterna varit involverade i. Det totala antalet garanter som introducerat bolag under denna tidsperiod är 13. Carnegie är det företag i vår undersökning som tagit flest bolag till Stockholmsbörsens A- och O-lista under tidsperioden 1996-2003, de har varit inblandade i 27 av 66 introduktioner. Efter Carnegie kommer Alfred Berg, Enskilda samt SHB med 12, 12 och 11 introduktioner respektive. I 12 introduktioner är mer än en garant involverad därför är den totala summan nedan icke överensstämmande med antalet introduktioner.



Figur 4-3. Antalet introduktioner per garant

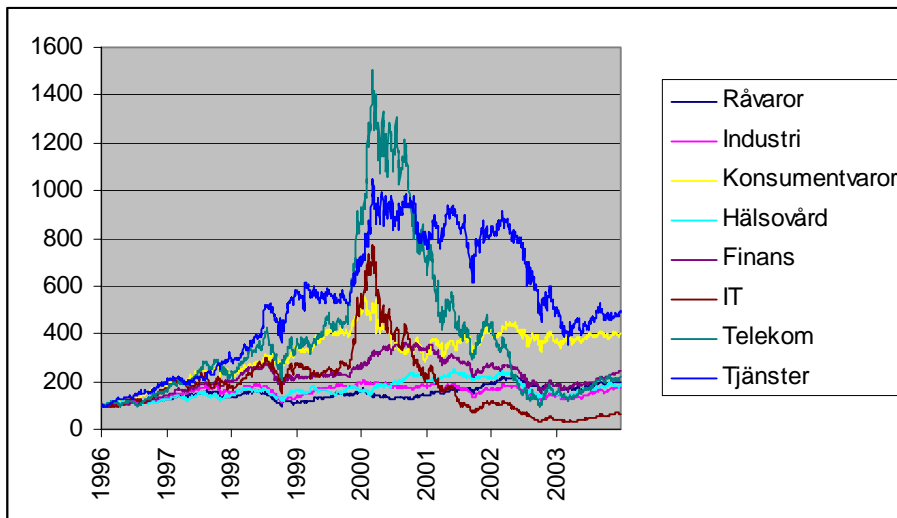
4.4 Affärsvärldens index

Nedan illustreras Affärsvärldens generalindex (AFGX) för perioden 1996-2003 (figur 4-4). Det har varit en positiv utveckling från 1996 fram till mitten av 98 för att sedan gå ner något. Från mitten på 98 och till början av 00 har det varit en extremt positiv utveckling av AFGX med en uppgång från ca 150 till 400, det vill säga en uppgång med 167%. Därefter har vi sett en successiv nedgång ända till 2003 för att där sedan stabilisera sig på nivåer över de vi såg 1996. I mitten av 2003 började börsen utveckla sig positivt igen efter nästan en tre år lång nedåtående trend.



Figur 4-4. AFGX från 1996-2003

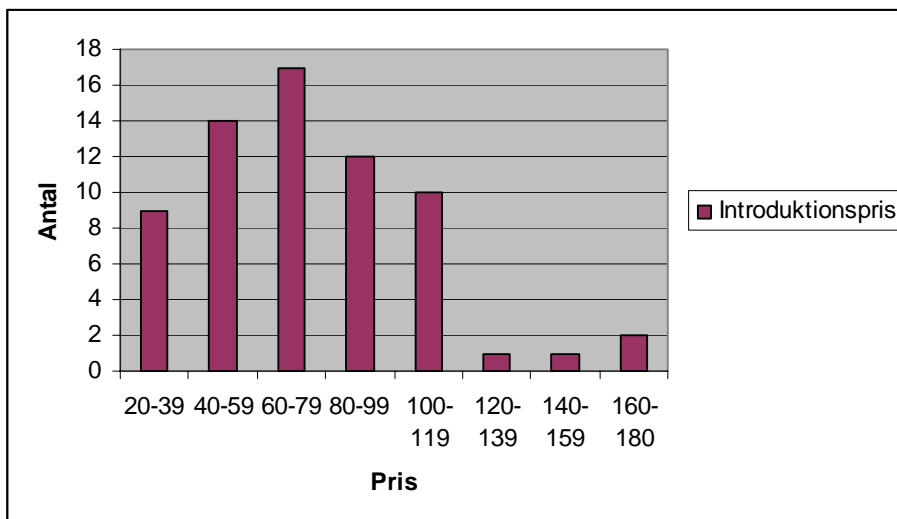
Det är stora skillnader mellan de olika branschernas utveckling. Som synes i figur 4-5, Affärsvärldens olika branschindex, ligger utvecklingen för telekom i topp följt av tjänster och IT. Dessa tre branscher hade extrema utvecklingar med början i slutet på 1999. Även konsumentvaror och finans hade en bra utveckling medan resterande branscher upplevde en mer normal utveckling men än dock positiv. Det är stora skillnader mellan de olika branschindexen. När industri, hälsovård och råvaror 1999 ligger på nivåer kring 100-200 har telekom, tjänster och IT stigit till ca 1500, 1000 och 780 respektive. De stora skillnaderna indikerar att det är viktigt att jämföra varje nyintroduktion med dess riktiga branschindex för att få ett rättvisande resultat.



Figur 4-5. Affärsvärldens branschindex från 1996-2003

4.5 Introduktionspris

Mediankursen för introduktionerna på Stockholmsbörsens A- och O-lista under tidsperioden 1996-2003 var 67kr och genomsnittskursen 73,92kr. Figur 4-6 visar vilket prisintervall introduktionerna hamnar inom. Flest introduktioner hamnar inom intervallet 60-79kr.



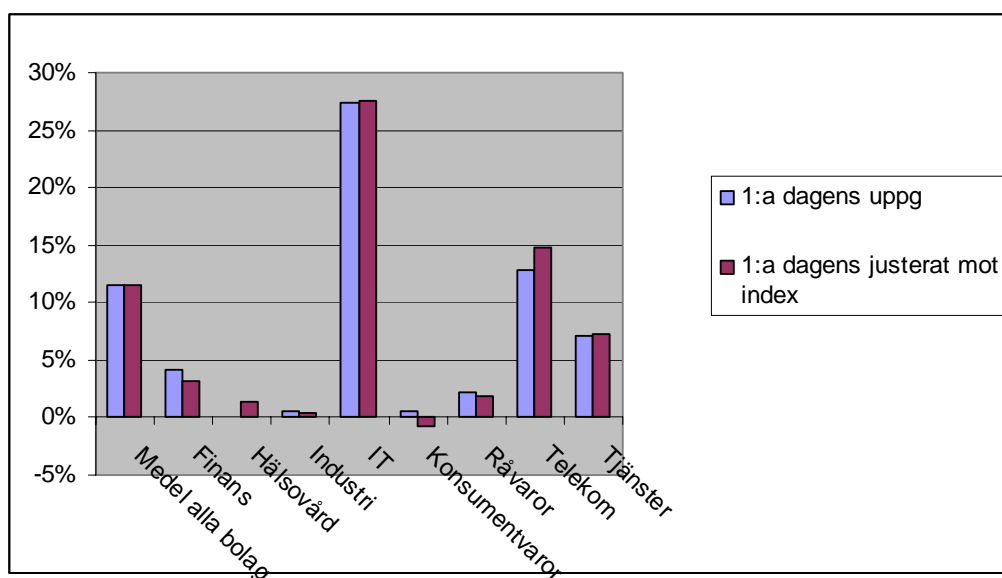
Figur 4-6. Introduktionsprisintervall

4.6 Underpris

I figur 4-7 visas första dagens uppgång för de nyintroducerade aktierna, det så kallade underpriset, indelat per bransch. Den genomsnittliga uppgången för aktierna i vårt urval är 11,47% eller 11,49% om man justerar uppgången mot aktiens motsvarande index. Noterbart är

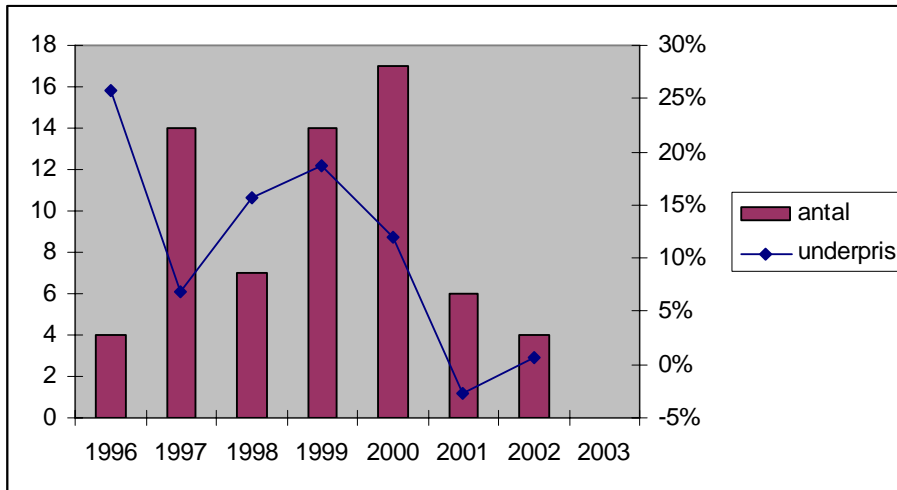
att alla branscher visar upp ett genomsnittligt underpris utom konsumentvaror när kursen justeras mot index, där existerar till och med ett knappt överpris. Justerat mot index visar finans ett underpris på 3,14%, hälsovård 1,46%, industri 0,48%, IT 27,56%, råvaror 1,88%, telekom 14,75% och slutligen tjänster ett underpris på 7,19%. Konsumentvaror är alltså den enda branschen som visar ett överpris på 0,73%,

Skillnaden mellan de olika branscherna är stor. Medan konsumentvaror, industri och hälsovård visar upp en marginell utveckling på mellan -0,73% och 1,46% så har aktier hemmahörande i IT index gått upp i genomsnitt 27,56%. Även telekom uppvisar en stor initial uppgång på 14,75% justerat mot index.



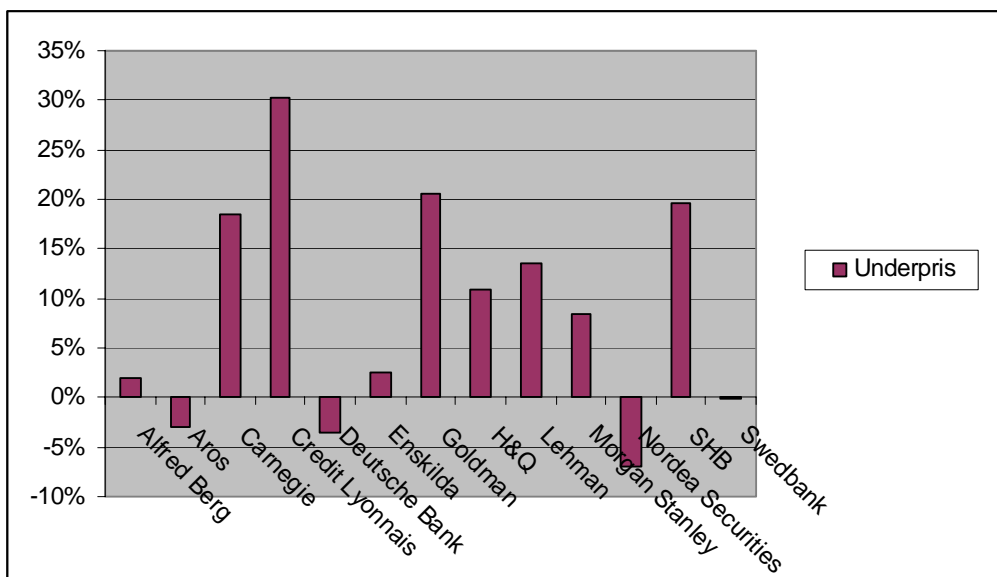
Figur 4-7. 1:a dagens uppgång, underpris

Digrammet (figur 4-8) nedan visar antalet introduktioner, som illustrerat tidigare, denna gång med det justerade underpriset inkluderat i diagrammet. Här illustreras alltså sambandet mellan antalet introduktioner och underpriset.



Figur 4-8. Antalet nyintroduktioner och underpriset från 1996-2003

Nedan i figur 4-9 visas det genomsnittliga underpriset per garant. Credit Lyonnais är den garant med det högsta underpriset, även Goldman hade ett högt underpris men dessa bolag var dock endast involverade i ett fåtal introduktioner. Av de fyra garanter med flest introduktioner har Carnegie och SHB ett högt genomsnittligt underpris på 18,55% respektive 19,70% medan Alfred Berg och Enskilda har ett mycket lägre genomsnittligt underpris på 1,95% respektive 2,53%. Bolag noterade av Aros, Deutsche Bank, Nordea och Swedbank hade ett genomsnittligt överpris.



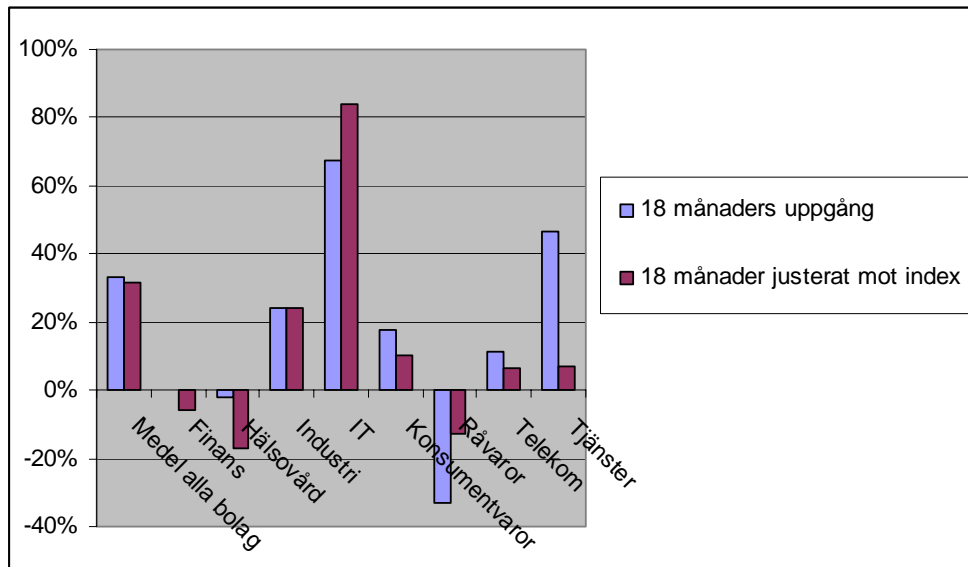
Figur 4-9. Underpris per garant

4.7 Långsiktig prestation

Den långsiktiga utvecklingen på nyintroducerade aktier mäts från stängningskursen efter den första dagens handel till stängningskursen 18 månader senare. I figur 4-10 nedan illustreras den genomsnittliga utvecklingen för bolagen i vår undersökning uppdelat i index. Figuren visar både den genomsnittliga uppgången och den genomsnittliga uppgången justerat mot motsvarande index. Den justerade utvecklingen för en bransch är det genomsnittliga värdet av den justerade utvecklingen för bolagen inom branschen. Detta värde indikerar hur mycket bättre eller sämre de introducerade bolagen inom branschen har presterat än dess motsvarande index.

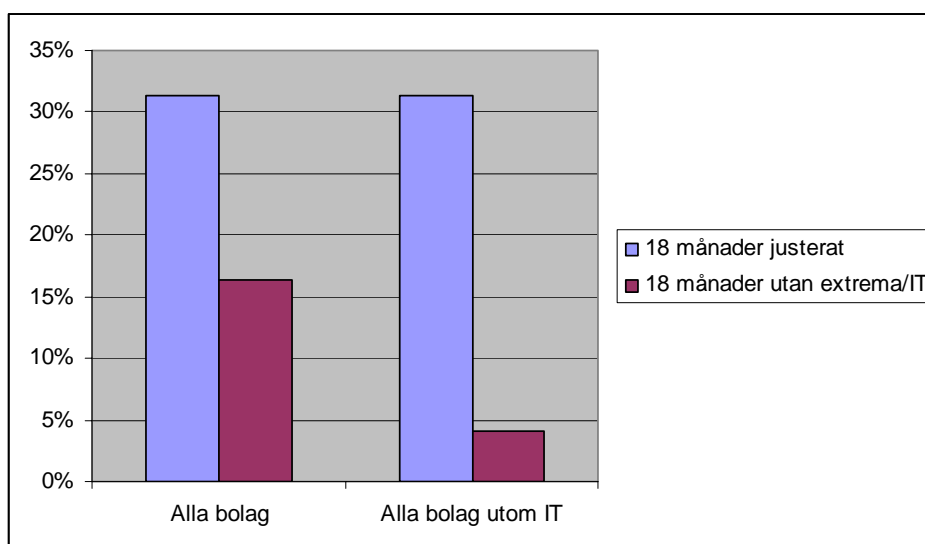
Fem av branscherna inom vårt urval visar överprestation och tre underprestation efter en period av 18 månader. Den höga andelen IT bolag och det faktum att de generellt under perioden givit bra avkastning ger utslag på den genomsnittliga avkastningen. Medel utvecklingen för alla bolag i vår undersökning är 33,16% och 29,49% justerat mot index.

Den långsiktiga utvecklingen skiljer sig stort mellan olika branscher. Högst avkastning under tidsperioden gav bolag inom IT sektorn. Justerat mot IT index gav aktierna inom vårt urval en avkastning på 84,00%. Övriga branscher visar en sämre utveckling. Bolagen i industrisektorn har näst bäst avkastning, 24,10%, följt av konsumentvarubolagen och tjänstebolagen på 10,37% respektive 6,89%, alla dessa justerade mot respektive index. De nyintroducerade bolag inom vår tidsperiod som tillhör hälsovård, råvaror respektive finansindex visar sig ge negativ avkastning. Justerade mot sitt respektive index så ger hälsovård -17,00%, råvarubolagen -12,95%, och finansbolagen -5,96%.



Figur 4-10. Långsiktig prestation

Som synes i figur 4-11 blir medelutvecklingen betydligt lägre om extrema fall lämnas utanför. Den höga avkastningen är starkt påverkad av ett få antal aktier som utvecklats extremt mycket. Om de två aktier med högst avkastning och de två med lägst avkastning lämnas utanför påverkas den genomsnittliga avkastningen avsevärt. Bland de fyra bolag som exkluderas finns tre från IT branschen och ett från hälsovårdsbranschen. Utvecklingen om fyra extrema fall utelämnas och när utvecklingen justeras mot index är 16,40%. I figur 4-11 illustreras även hur avkastningen ser ut om IT bolagen exkluderas. Avkastningen blir då 4,14% jämfört med 31,39% som är den genomsnittliga justerade avkastningen för alla bolagen i undersökningen.



Figur 4-11. Långsiktig utveckling utan extrema fall/IT

5 Analys

I detta kapitel analyseras resultatet av vår undersökning. Med hjälp av de teorier som är relevanta och resultat av tidigare studier analyserar vi insamlad data. Analysen bedrivs utifrån den analysmodellen som vi presenterar i metodkapitlet. Utgångspunkten vid utförandet av analysen är att vi vill klargöra hur underpriset och prestationen varit på nyintroducerade bolag på den svenska marknaden under åren 1996-2003.

5.1 Inledande analys

Om man analyserar de tre olika aktörerna som är inblandade, det vill säga den ursprungliga ägarens, garantens och investerarens perspektiv på den svenska marknaden för nyintroduktioner ser vi att de har olika uppfattningar om vad som kan betraktas som en lyckad introduktion. Eftersom det existerar ett underpris på den svenska aktiemarknaden borde det betyda att investerarna är nöjda med sina investeringar, de ser sina investeringar öka i värde under den första dagens handel. Även fast de ursprungliga ägarnas primära syfte borde vara att anskaffa så mycket kapital som möjligt behöver inte ett underpris vara negativt för dem. Ett underpris behöver inte nödvändigtvis betyda att ägarna hade kunnat få ut mer kapital ur introduktionen utan kan snarare ses vara positivt för aktiens fortsatta utveckling och rykte.

Vår undersökning visar dessutom att de undersökta aktierna har en positiv långsiktig utveckling vilket självklart gynnar investerarnas syn på att introduktionerna var lyckade. Det är även viktigt för de ursprungliga ägarna att se en positiv utveckling på aktien, även detta kan bero på ryktet hos aktien.

När det gäller garantens motiv vid en introduktion är det viktigt att underpriset varken blir för stort eller att det rentav blir ett överpris. Ett överpris hade kunnat leda till dåligt rykte bland investerare och kanske blivit en fara för framtida introduktioner för garanten. Samtidigt hade ett för stort underpris varit negativt för garanten eftersom det hade kunnat betyda att aktien introducerats till ett för lågt pris och hade därför kunnat resultera i dåligt rykte hos de ursprungliga ägarna vilket hade kunnat leda till minskat intresse för att anlita en specifik garant.

5.1.1 Antalet introduktioner

Antalet nyintroduktioner på Stockholmsbörsens A- och O-lista har varierat relativt stort under de år som vår undersökning sträcker sig över. I figur 4-1 visas antalet introduktioner och i figur 4-4 illustreras AFGX över hur börsen har utvecklats under denna tid. Det finns ett tydligt samband mellan antalet introduktioner och börsutvecklingen under denna period. Antalet introduktioner har följt med AFGX index uppåt för att sedan när börsen vände följa med nedåt. Det finns alltså

starka tecken på att börsklimatet har betydelse för introduktionsklimatet och att följden av detta är att det är mer troligt att bolag väljer att gå till börsen i tider då börsen går bra.

5.1.2 Introduktionspriset

Enligt Fernando et al. (2004) har introduktionspriset stor betydelse för vilken typ av investerare man vill attrahera. Nyintroduktioner i USA tenderar också att prissättas mellan 10 och 20 USD (Lipman, 2000, återgiven Fernando et al., 2004). Introduktionskursen på bolagen i vår undersökning är fördelad från en lägsta introduktionskurs på 20kr till den högsta på 180kr (figur 4-6). Spridningen är ganska jämn kring medelpriset 74kr och medianpriset 67kr. Det verkar finnas en gruppering även på den svenska marknaden. Ett intervall på 10-20 USD skulle i dagsläget betyda ungefär 70-140kr. Detta ska inte explicit appliceras på den svenska marknaden men det kan ge en fingervisning. Prissättningen verkar dock generellt vara lite lägre i Sverige. 79% av introduktionerna i vår undersökning har en introduktionskurs under 100kr. Garanter verkar följaktligen vara försiktiga med att prissätta introduktionen över 100kr. Medianpriset ger indikation på vad garanterna generellt verkar vilja positionera introduktionen.

Enligt Fernando et al. (2004) prissätts introduktioner emellanåt över 20 USD för att generera prestige för introduktionen. Det är också ett fåtal bolag som sticker ut under på den svenska marknaden under 1996-2003. Endast 4 av 66 bolag introducerades till ett pris över 120kr. Det bolag som hade högst introduktionskurs, 180kr, skulle mycket väl kunna vara ett bolag där man ville skapa prestige kring introduktionen. Bolaget är ett stort välkänt industriföretag som visar bra resultat.

5.1.3 Branschfördelning

Av de introduktioner som gjordes på Stockholmsbörsens A- och O-lista under 1996-2003 var 33% av bolagen hemmahörande i IT branschen. 16,7% var bolag som kom att hamna i index för konsumentvaror (figur 4-2). Resterande bolag spred sig relativt jämnt över de olika branscher/index som vi använder, enda avvikande är egentligen råvarubranschen där det endast introducerades ett bolag.

Tidsperioden som vår undersökning sträcker sig över är starkt influerad av den så kallade IT-eran och det är därför inte särskilt förvånande att flest antal bolag introducerades inom denna bransch. Detta kan förklaras med vad Burrowes och Jones (2004) hävdar då de säger att bolag ofta introduceras i grupper och att dessa grupper sammanträffar med toppar i industrin. IT-eran bland andra hade sin topp under åren 1999 till 2000 och var också en av de branscher där flest bolag introducerades vilket bekräftar författarnas påstående.

5.2 Underpriset i Sverige

Vår undersökning har visat att det även förekommer ett underpris på den svenska marknaden. Nyintroduktioner på Stockholmsbörsens A- och O-lista under perioden 1996-2003 var i genomsnitt underprissatta med 11,49% justerat mot index (figur 4-7). Detta betyder att de nyintroducerade aktierna i genomsnitt steg 11,49% mer än index under den första dagens handel. Det förekommer dock stora skillnader i hur stort underpriset är mellan olika branscher. Om man analyserar de olika branscherna var för sig är konsumentvaror den enda branschen där det inte existerade något underpris. Alla övriga branscher uppvisar ett underpris på mellan 0,48% och 27,56%. Industri och hälsovård har ett relativt lågt underpris medan IT och telekom har ett högre underpris. IT och telekom har följaktligen en stor påverkan på resultatet eftersom både underpriset och andelen av introduktioner i dessa branscher var stor.

Om vi jämför underpriset i Sverige med underpriset i andra länder ser vi att underpriset i Sverige på 11,49% är jämförbart med övriga länders underpris (tabell 3-1), där Australien har ett underpris på 11,9%, Kanada 5,4%, USA 15,8%, Tyskland 10,9%. Japan har däremot ett lite högre underpris på 24%. Det är dock viktigt att notera att undersökningarna som ligger till grund för dessa resultat inte behandlar samma tidsperiod och ingen behandlar perioden efter 1996. En nyare studie av Loughran och Ritter (2004) som sträcker sig från 1980 till 2003 på den amerikanska aktiemarknaden visar på ett genomsnittligt underpris på höga 25%. Detta höga underpris kan förklaras med att underpriset under tidsperioden 1999-2000, IT-eran, var 65%. Det är alltså en stor skillnad mellan USA:s och Sveriges underpris på 25% respektive 11,49% när IT-eran är inkluderad. Följaktligen existerar ett underpris både i Sverige och i de jämförda länderna även om storleksordningen på underpriset varierar vilket bekräftar Ritters (1998) påstående att det existerar ett underpris på alla aktiemarknader.

5.2.1 Anledningar till underpriset

Underpriset skiljer sig åt beroende på vilket år nyintroduktionen inträffade. Enligt figur 4-8 var underpriset störst 1996, vilket kan förklaras med att en enskild observation påverkar denna siffra starkt. Utan denna observation hade underpriset varit betydligt lägre och figuren hade stämt bättre överens med vad Burrowes och Jones (2004) anser om att bolag ofta introduceras i kluster och att dessa kluster sammanträffar med toppar i industrin eller marknaden. Vi ser att antalet nyintroduktioner var som störst år 1999 och 2000. Det är också kring åren 1998 till 2000 som underpriset är störst med 15,62%, 18,75% och 11,92% respektive (1996 undantaget). Detta bekräftar vad Loughran och Ritter (2004) menar om att underpriset påverkas av rådande börsklimat och Dimovski och Brooks (2003) menar om att underpriset påverkas av marknadens

humör. AFGX (figur 4-4) visar att åren 1998-2000 är en period med mestadels positivt börs klimat och även toppnoteringar. Efter IT-eran, år 2000, sjunker både antalet nyintroduktioner och underpriset och resulterar i noll introduktioner 2003. Noterbart är att år 2001 är enda året där ett underpris inte existerade utan ett överpris på -2,78%. Året efter detta var det återigen ett underpris på 0,66%. Sammantaget visar dessa resultat visar att det finns ett samband mellan underpriset, antalet nyintroduktioner och börs klimatet.

En intressant aspekt som tas upp av Benveniste och Spindt (1989, återgiven i Dimovski & Brooks, 2003) är att nyintroduktioner måste vara underprissatta för att investerare ska vara intresserade av att teckna sig för dem. Detta liknar vad information cascade-teorin (kapitel 3.3.1) säger när den tar upp att det måste finnas en rabatt på nyintroduktioner för att undvika en aktie som inte har tillräcklig efterfrågan för att uppnå sitt rätta värde i den sekundära marknaden. Om det inte fanns en rabatt, ett underpris, skulle investerare lika gärna kunna handla aktien efter introduktionen på den sekundära marknaden. Det finns alltid en risk, en osäkerhet, med att teckna sig för en nyintroduktion vilket gör detta synsätt på underpris intressant även på den svenska aktiemarknaden. Risken med nyintroduktioner är att aktieägarna inte vet hur marknaden kommer att reagera på den nya aktien. Om det inte existerade ett underpris på den svenska marknaden skulle det vara onödigt för investerare att teckna sig för nyintroduktionen innan de visste hur marknaden reagerade på den. Underpris kan därför användas som kompensation för risk vilket kan vara en förklaring till underpris även på den svenska marknaden. Kompensationen för risk kan liknas vid vad Beatty och Ritter (1986, återgivna i Dimovski & Brooks, 2003) pratar om när de nämner att nivån av osäkerhet kring värdet av nyintroduktionen har stor betydelse för nyintroduktionen. De hävdar vidare att behovet av underpris minskar med nivån av osäkerhet. Enligt denna teori skulle nivån av osäkerhet kring värdet (och behovet av en rabatt och kompensation) vara störst i IT och Telekom bolag där underpriset är 27,56% och 14,75% medan det nästan inte fanns någon osäkerhet alls vid introduktioner för industribolag som hade ett genomsnittligt underpris på 0,48 %. Underpriset minskar alltså desto mer osäkerheten kring värdet av introduktionen minskar. Enligt denna teori skulle osäkerheten och därmed behovet av kompensation, rabatt, för risk vara störst i IT och telekom bolag. Detta stämmer också bra överens om att dessa branscher är tillväxtbranscher som ofta förknippas med osäkerhet och risk.

Winner's curse teorin (kapitel 3.3.1) behandlar bristen på symmetri gällande informationstillgång mellan investerare och menar att informerade investerare belönas genom underprissättning. Detta liknar vad Benveniste och Spindt (1989, återgiven i Dimovski & Brooks, 2003) säger om att nyintroduktioner måste vara underprissatta för att investerare ska vara intresserade av att teckna sig för dem. Teorin bygger precis som föregående teori på att det måste finnas en kompensation

för risk för investerarna som innehar aktien vid introduktion och menar att uppgången beror på att ny information tillkommer efter introduktion som leder till uppgången. De som innehar aktien från början avslöjar ett informationsöverskott gentemot andra investerare som leder till en kursuppgång. Winners curse teorin har stora likheter med vad Benveniste och Spindt (1989, återgiven i Dimovski & Brooks, 2003) säger om underpris och kan därför anses relevant även på den svenska marknaden.

En annan teori som ibland används för att förklara underpris är nyckteorin (kapitel 3.3.1). Denna teori bekräftades även av Ritter (1991, återgiven i Burrowes, 2004) som fann att nyintroduktioner presterade sämre än konkurrenter på samma marknad i det långa loppet. De hävdar att nyintroduktioner är rätt prissatta och att prisuppgången första dagen beror på spekulationer av oinformerade investerare, att de övervärderar aktien. I vår undersökning förekom ingen underprestation på lång sikt gentemot marknaden utan snarare en överprestation (figur 4-10) vilket följaktligen borde innebära att prisuppgången inte beror på spekulationer av oinformerade investerare. Om denna teori ska kunna bekräftas måste nyintroduktioner underprestera på lång sikt vilket inte är fallet på den svenska marknaden under perioden 1996-2003. Vår undersökning bekräftar att underpriset inte kan förklaras med en övervärdering av aktien i den tidiga handeln.

5.2.2 Skillnader i underpris mellan garantier

Certifierings och rykteteorin (kapitel 3.3.1) behandlar att ryktet hos garantier påverkar nivån av underpris i introduktionen (Christy et al., 1996; återgiven i Durukan, 2002). Vår undersökning tyder på att underpriset skiljer sig mycket åt beroende på vilken garant som ansvarar för nyintroduktionen (figur 4-9). Om vi analyserar de fyra garantier som ansvarade för flest antal introduktioner visar det att Alfred Bergs underpris var 1,95%, Carnegies 18,55%, Enskildas 2,53% och SHB:s var 19,70%. Dessa fyra aktörer var några av de största aktörerna under 1996-2003 (figur 4-3) och måste både anses vara seriösa och inneha ett gott rykte. Detta stämmer inte överens med vad Christy et al. (1996; återgiven i Durukan, 2002) säger om att ryktet påverkar nivån av underpris. Vidare undersöker vi introduktioner på A- och O- listan och inte introduktioner på de mindre listorna där mindre kända garantier kan förekomma. I vår undersökning figurerar 13 olika garantier varav alla måste betraktas som välkända. Lidén (2004) säger att det är vanligt att ett flertal garantier i ett syndikat tar hand om introduktionen vilket också bekräftas av undersökningen där det förekom i 12 av de 66 introduktionerna.

Vår förklaring till skillnaderna i underpris mellan de olika garantierna bygger inte på ryktet hos garanten utan på vilka branscher garantierna har introducerat aktier inom. Det tydliga mönstret är att garantier såsom Carnegie och SHB har haft en stor andel introduktioner inom IT, telekom och

tjänster där ett högre underpris förekommer (figur 4-7). Branschtillhörigheten för nyintroduktioner hanterade av garanterna Alfred Berg och Enskilda är mer spridd och innehåller branscher som konsumentvaror, finans och industri där underpriset är lägre. Enligt Both och Smith (1986, återgiven i Dimovski & Brooks, 2003) ska garanten vara försiktig med underprissättning för att inte riskera dåligt rykte och förlorad marknadsandel. Detta ser vi dock inga tendenser till på den svenska marknaden. Carnegie som varit delaktig i flest antal nyintroduktioner, 27 stycken, är också en av de aktörerna med det högsta underpriset. Även fast underpriset för aktier introducerade av Carnegie är högt har det inte lett till en låg marknadsandel vilket tyder på att ovan nämnda teori inte stämmer på den svenska marknaden. Vidare hävdar Loughran och Ritter (2002, återgiven i Dimovski & Brooks, 2003) att ägarna till bolaget som introduceras sällan klagar att det lämnas ”pengar på bordet”. Att vår undersökning bekräftar detta kan förklaras genom att, Carnegie, det bolaget som ansvarade för flest introduktioner även var ett av de bolagen med ett högt underpris, det vill säga att pengar lämnades på bordet.

5.3 Långsiktig prestation

Enligt Yi (2001) presterar nyintroducerade aktier oftast sämre än index. Också Ritter (1998) visar att nyintroducerade aktier presterar sämre än jämförbara aktier som handlas på börsen. I tabell 3-2 visas den avvikande avkastningen för nyintroducerade aktier i Australien, Kanada, USA, Tyskland och Japan. I samtliga länder identifieras en genomsnittligt avvikande avkastning som är negativ.

I figur 4-10 visas hur de nyintroducerade aktierna i vår undersökning har presterat jämfört med hemmahörande branschindex på lång sikt. Den genomsnittliga avkastningen för bolagen i vår undersökning är positiv. Till skillnad från Ritters (1998) sammanställning av internationell forskning finner vi alltså inte någon underprestation. I genomsnitt har nyintroduktioner på A- och O-listan på Stockholmsbörsen presterat 31,39% bättre än jämförbart index. Det handlar alltså om en substantiell överprestation, en prestation bättre än index. Den svenska marknaden skiljer sig därmed från undersökningen nämnd ovan. Det är dock viktigt att notera tre av branscherna visar en negativ avkastning efter 18 månader och fem visar en positiv, det finns alltså branscher som underpresterar. Bolag från industri, IT, konsumentvaror, telekom och tjänstebanscher uppvisar en positiv avkastning. Finans, hälsovård och råvarubolagen däremot visar en negativ avkastning. Beträffande bolagen individuellt så visar faktiskt ett fåtal fler bolag en sämre avkastning än index än en bättre. 33 bolag underpresterar medan 29 överpresterar. Trots detta är alltså den genomsnittliga prestationen bättre än index.

Stor påverkan på den höga avkastningen har ett fåtal bolag med en mycket kraftig utveckling. Om man utesluter de två bolag med kraftigast uppgång och de två med kraftigast nedgång faller den genomsnittliga avkastningen till 16,40% (figur 4-11). Den grupp bolag som visar störst utveckling efter 18 månader är IT bolag. Dessa bolag har presterat 84% bättre än motsvarande index. I och med att de är ett stort antal IT bolag som introducerades under perioden och att de i genomsnitt har presterat mycket bättre än index så har de också stor betydelse för den höga genomsnittliga avkastningen. Om IT bolagen exkluderas skulle den genomsnittliga uppgången endast vara 4,14% (figur 4-11), vilket är en mer marginell uppgång men ändå en överprestation.

IT bolagen genererar en kraftigt positiv utveckling. Trots att 16 av 22 bolag introduceras under 1999-2000 så visar de 18 månader senare en genomsnittlig mycket hög avkastning, detta trots att en kraftig nedgång på börsen dragits igång. Förklaringen till detta beror på ett fåtal bolag med mycket kraftig avkastning men noterbart är att trots dessa extremfall har de nyintroducerade bolagen i denna period ändå presterat bättre än index.

Den överoptimistiska teorin (kapitel 3.3.2) menar att bolag ofta introduceras i stora grupper och att dessa sammanträffar med toppar i marknaden eller i branschen (Burrowes & Jones, 2004). Följden av detta blir att bolag ofta introduceras när värderingen är för hög. Många av bolagen i vår undersökning är också introducerade i en tid när marknaden var högt värderad. Tydligt exempel på detta är den stora mängd bolag som introducerades under åren 1999-2000. Under dessa år introducerades 31 av 66 av bolagen i vår undersökning och 16 av de totalt 22 IT bolagen. Trots att de introducerats i en tid då marknaden var mycket högt värderad har de inte underpresterat på sikt utan presterat bättre än index. De bolag som introducerades 1999-2000 har genomsnittligen presterat 76,51% bättre än sina index 18 månader efter introduktionen. Den överoptimistiska teorin stämmer alltså inte in på vår undersökning utan kan motbevisas eftersom bolagen överpresterar trots introduktion i en period av mycket hög värdering.

Den avvikande åsiktsteorin (kapitel 3.3.2) menar att de investerare som är mest positiva är de som tecknar sig för introduktionen (Ritter, 1998). När osäkerheten om aktiens värde är stor är andelen positiva investerare större än antalet negativa. Allteftersom mer information om företaget och aktien blir tillgänglig minskar andelen positiva investerare och det sker en utjämning vilket skulle resultera i en sämre utveckling av aktien. Denna teori förutsätter att informationen som kommer fram om företaget är information som påverkar värderingen nedåt. Som kritik mot denna teori och som möjlig förklaring till den överprestation som vi finner skulle det kunna vara så att information som framkommit efter introduktionerna i genomsnitt varit sådan som påverkat

värderingen uppåt, det vill säga information som marknaden anser vara positiv för bolaget och dess värdering.

Impresario teorin (kapitel 3.3.2) menar att marknaden är föremål för nycker och att de introduktioner med högst underpris är de som presterar sämst på lång sikt (Ritter, 1998). Prestationen på sikt mäts som nämnt tidigare ifrån stängningskursen efter en dags handel, den första dagens handel är således exkluderad. I vår undersökning stämmer inte Impresario teorin. Bolagen visar snarare än bättre utveckling om underpriset varit högt. De 20 bolag med högst underpris har efter 18 månader en genomsnittlig avkastning på 88,96% medan de 20 bolag med lägst underpris har en avkastning på knappt 7,93%. Anmärkningsvärt är alltså att de aktier som uppvisar ett högre underpris presterar bättre på sikt än de som uppvisar ett lägre underpris. Impresario teorin är därmed inte applicerbar på vår undersökning.

Kullkastandet av Impresario teorin skapar frågor kring anledningarna. Tidsperioden är präglad av kraftiga kursuppgångar i IT- och telekombolagsaktier och börsspekulationer främst inom dessa branscher. Detta kan vara en anledning till det annorlunda resultatet men det är svårt att spekulera i.

Som nämnt tidigare visar tidigare internationell forskning på underprestation av nyintroducerade bolag. Den forskning som Ritter (1998) sammanställer (tabell 3-2) tyder på en substantiell underprestation. Det finns dock ett antal omständigheter som skiljer undersökningarna åt. Undersökningarna är samtliga bedrivna på ett större antal bolag samt under en längre tidsperiod. Huruvida detta påverkar prestationen i någon riktning svårt att uttala sig om men det är en skillnad som bör noteras. Det är även så att vår undersökning bygger på introduktioner mellan åren 1996-2003 vilket är en senare tidsperiod än vad den tidigare forskning som vi haft tillgång till. Detta skapar nyfikenhet för om det skulle kunna vara så att nyintroduktioner i denna tidsperiod presterar bättre än vad det gjorde tidigare.

5.4 Sammanfattande analys

Nyintroducerade bolag på Stockholmsbörsens A- och O-lista är i genomsnitt underprissatta med 11,49%. IT och telekom är de branscher med det största underpriset. Vissa av teorierna analyserade ovan kan anses vara relevanta på den svenska marknaden och därför förklara anledningar till detta underpris medan andra passar sämre som förklaring. Certifierings och rykteteorin säger att ryktet hos garanten påverkar nivån av underpris vilket inte stämmer på den svenska marknaden utan där har det snarare framkommit att branschtillhörigheten för de introducerade bolagen har större betydelse.

Informations cascade-teorin menar att det måste finnas en rabatt för risk för att aktien ska uppnå sitt rätta värde på den sekundära marknaden och att underpriset påverkas av nivån av osäkerhet. Detta bekräftas av vår undersökning där IT och telekom har störst underpris vilket kan förklaras med att dessa branscher ofta förknippas med stor osäkerhet och risk.

Nyckteorin förklaras med att nyintroducerade aktier presterade sämre i det långa loppet och att prisuppgången första dagen beror på spekulationer av oinformerade investerare. På den svenska marknaden förkommer ingen underprestation i det långa loppet och därför kan denna teori förkastas.

Som tidigare nämnt visar den svenska nyintroduktionsmarknaden under åren 1996-2003, till skillnad från tidigare studier, en långsiktig överprestation. Den genomsnittliga överprestationen är starkt påverkad av den mycket höga överprestationen för IT bolag. Om IT bolagen exkluderas skulle dock undersökningen fortfarande visa en överprestation.

Enligt den överoptimistiska teorin underpresterar nyintroducerade bolag ofta eftersom de är introducerade i en tid då värderingen av marknaden är för hög. 31 av 66 bolag i vår undersökning är också introducerade i en tid då värderingen av marknaden var mycket hög, 1999-2000. Trots detta visar bolagen inte en underprestation utan en överprestation, även om man bara tittar på de bolag som introducerades under dessa två år. Den överoptimistiska teorin passar därför inte in på den svenska marknaden under åren 1996-2003.

Enligt impressario teorin ska de bolag som har högst underpris vara de som presterar sämst på sikt. Detta stämmer inte i vår undersökning. Mönstret är snarare motsatt, de introduktioner med högt underpris presterar genomsnittligen avsevärt mycket bättre än de som har ett lågt underpris.

6 Slutsats

I detta kapitel presenteras våra slutsatser av studien, vår metodreflektion samt förslag till fortsatta studier. Slutsatserna är resultatet av den genomförda analysen.

6.1 Slutsatser av studien

Nedan presenteras viktiga slutsatser vi kommit fram till i analysen. Slutsatserna bygger på den undersökning vi genomfört av nyintroduktioner på den Stockholmsbörsen A- och O-lista under åren 1996-2003.

- Precis som de flesta aktiemarknader uppvisar den svenska marknaden ett underpris. Noterbart är dock att det är relativt lågt med tanke på att en extrem period som IT-eran är inkluderad.
 - Börsklimatet påverkar såväl antalet nyintroduktioner som storleken på underpriset.
 - Branschtillhörigheten har avgörande betydelse för storleken på underpriset
 - Underprisets storlek påverkas av nivån av osäkerhet förknippat med branschen.
 - Storleken på underpriset tycks inte ha någon påverkan på garantens marknadsandel.
 - Garantens rykte tycks inte påverka storleken på underpriset däremot påverkar branschtillhörigheten underpriset.
- Nyintroducerade aktier på den svenska marknaden har överpresterat till skillnad från tidigare studier av den internationella marknaden.
 - Trots att de nyintroducerade bolagen introduceras i en tid då marknaden var högt värderad har de presterat bättre än motsvarande index.
 - Bolag med högt underpris presterar bättre på sikt än bolag med lågt underpris.

6.2 Metodreflektion

Vårt val av metod och tillvägagångssätt har varit passande då vi med hjälp av framtagen data kunnat besvara syftet. Under arbetets gång har det dock framkommit att många olika metoder för att räkna ut underpriset och den långsiktiga prestationen kan användas.

En aspekt som skiljer sig åt mellan olika studier är hur underpriset och den långsiktiga prestationen är justerad. Vi har i vår studie valt att justera varje aktie mot dess hemmahörande branschindex. Ett annat alternativ som förekommer i undersökningar är att använda sig av ett bredare marknadsindex. Att justera alla aktier med samma index anser vi dock inte vara rättvist då det förekommer stora skillnader mellan olika branscher, speciellt i en tidsperiod som 1996-2003.

Första dagens uppgång har vi justerat på samma sätt som den långsiktiga prestationen, alltså mot ett branschindex. Även här förekommer det studier som justerar med ett brett index men även en del studier som inte justerar värdena alls. Vi anser dock att vårt tillvägagångssätt är det mest rättvisande då vi jämför bolagen med dess respektive bransch. Att inte justera värden över huvud taget kan vara missvisande, speciellt under mer extrema perioder med stora nedgångar respektive uppgångar under den aktuella dagen.

Även vilka börskurser som samlades in skiljer sig mellan olika studier. Vi använde oss av stängningskursen 18 månader efter introduktionen. Ett alternativ hade varit att använda sig av en genomsnittskurs under en vecka, 18 månader efter introduktionen, istället för att ta kursen efter 18 månader. Det som talar för att använda en genomsnittlig kurs istället för vår metod är om det är en extrem utveckling på den specifika dagen skulle kunna påverka resultatet mycket. Vi har dock valt att använda vår metod då det är en vanligt förekommande metod och det dessutom möjligt att jämföra data på ett mer rättvisande sätt. Dessutom anser vi att användandet av branschindex istället för ett brett index för justering av utveckling minimerar effekten av stora kursförändringar.

Problem som kan uppstå när undersökningar använder sig av olika metoder och tillvägagångssätt för att mäta underpris och långsiktig prestation samt att justera värdena med olika metoder är att resultatet kan bli svårt att jämföra. Den internationella forskning som vi valt att jämföra med använder dock en metod som är lik vår.

6.3 Förslag till vidare studier

Detta är ett ämnesområde med oerhörda undersökningsmöjligheter. Istället för att som vi fokusera brett på fenomenen skulle man kunna djupare studera skillnader i informationstillgång mellan olika investerare, den psykologiska aspekten rörande nyintroduktioner och kursförändringar. Ett annat område kan vara att undersöka nyintroduktionen från företagets perspektiv. Vad som är deras incitament för att introduceras på börsen och hur de värderar företaget inför prissättningen. Möjligheter till vidare forskning är stora.

6.4 Tack

Vi vill tacka vår handledare Christopher Von Koch som varit till stor hjälp och bra stöd under arbetets gång. Vi vill även tacka Gunnar Robye på EcoWin, Harry Matilainen på Six Trust och Johan Allstrin på Stockholmsbörsen för hjälp med insamlandet av data. Slutligen vill vi tacka Erik Lidén, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet, för hjälp med framtagandet av de rätta nyintroduktionerna.

7 Referenser

- Björklund, M. & Paulsson, U. (2003) *Seminariet boken – att skriva, presentera och opponera*. Lund: Studentlitteratur
- Boehmer, E., & Fische, R.P.H. (2003). Underwriter short covering in the IPO aftermarket: a clinical study. *Journal of Corporate Finance*. 10, 575-594.
- Burrowes, A. (2004). An examination of Underperformance and Liquidity of Initial Public Offerings by High Growth Stocks on the German Neuer Markt. *Managerial Finance*. 30, 92-117.
- Burrowes, A., & Jones, K. (2004). Initial Public Offerings: Evidence from the UK. *Managerial Finance*. 30, 46-62.
- Copeland, E., Weston, F. & Shastri, K. (2005). *Financial Theory and Corporate Policy*. Boston: Addison-Wesley
- Daily, M., Certo, S.T., & Dalton, D.R. (2004). Investment bankers and IPO pricing: does prospectus information matter?. *Journal of Business Venturing*. 20, 93-111.
- De Ridder, A. (1986). *Access to the stock market*. Stockholm: Caslon.
- Dimovski, W., & Brooks, R. (2003). Do you really want to ask an underwriter how much money you should leave on the table?. *Int. Fin. Markets, Inst. and Money*. 14, 267-280.
- Durukan, M.B. (2002). The Relationship Between IPO Returns and Factors Influencing IPO Performance: Case of Istanbul Stock Exchange. *Managerial Finance*. 28, 18-37.
- Ellingsen och Rydqvist, (1997) Working Papers in Economics and Finance no 174, may 1997
- Fernando, CS., Krishnamurthy, S., & Spindt, PA. (2004). Are share price levels informative? Evidence from the ownership, pricing, turnover and performance from IPO firms. *Journal of Financial Markets*. 7, 377-403.
- Granström, K (2004, 8 augusti). Dyster start för flera nyintroduktioner. *Dagens Industri*. Hämtad 2004-09-27 från <http://www.di.se/nyheter/>
- How, J. och Yeo, J (2000) The pricing of underwriting services in the Australian capital market. *Pacific Basin Finance Journal* .8, 347-373

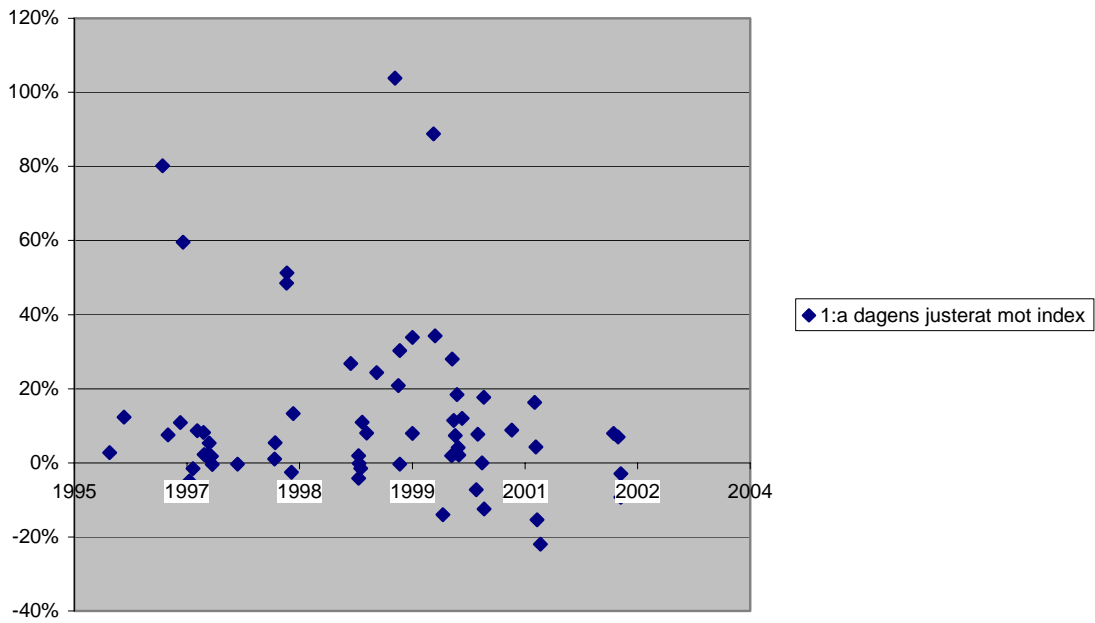
- Johansson Lindfors, M-B. (1993). *Att utveckla kunskap – Om metodologiska och andra vägval vid samhällsvetenskaplig kunskapsbildning*. Lund: Studentlitteratur
- Kooli, M. och Suret, J-M. (2004) *Journal of multinational financial management*. The aftermarket performance of initial public offerings in Canada. 47-66
- Lee, P.M., & Wahal, S. (2004). Grandstanding, certification and the underpricing of venture capital backed IPOs. *Journal of Financial Economics*. 73, 375-407.
- Lidén, E.R. (2004). *Credible Underwriter-Analyst Recommendations: Scandinavian Evidence*. Hämtad 2004-11-28, från: <http://www.handels.gu.se:81/epc/archive/00003780/>
- Loughran, T. & Ritter, J. (2004). Why has IPO Underpricing Changed Over Time. *Financial Management, Autumn 2004*, 5-37.
- Lundahl, U. & Skärvad, P-H. (1999). *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*. (3:e uppl.). Lund: Studentlitteratur
- Ritter, J. (1998). Initial Public Offerings. *Contemporary Finance Digest*. 2, 5-30
- Schoar, A. (2003). *Some thoughts on Initial Public Offering*. Hämtad 2004-11-26 , från: http://ocw.mit.edu/NR/rdonlyres/Sloan-School-of-Management/15-431Entrepreneurial-FinanceSpring2002/012FD395-CCAF-406D-86B3-10B13A2209C1/0/lec23_ipo.pdf
- Stockholmsbörsen (2004). *Börsnotering och noteringskrav*. Hämtad 2004-11-14, från: <http://www.omxgroup.com/stockholmsborsen/se/index.aspx?lank=83>

Bilaga 1 - Undersökta bolag

Bolag	Intr Datum	Intr kurs	Underpris mot index	18 månader		Index	Garant
				mot index	mot index		
Scania	1996-04-01	180,00	2,71%	-23,65%	Industri	Enskilda	
Dahl	1996-06-04	83,00	12,30%	-35,14%	Konsumentvaror	Enskilda, Carnegie	
Intentia	1996-11-22	55,00	80,19%	67,81%	IT	Carnegie	
Scandic	1996-12-17	95,00	7,53%	32,81%	Tjänster	Enskilda	
Biora	1997-02-10	60,00	10,84%	46,66%	Hälsovård	Carnegie	
Teleca / Sigma	1997-02-21	53,00	59,53%	108,39%	IT	Carnegie	
NK Fastigheter	1997-03-21	64,00	-4,89%		Finans	Alfred Berg	
Sardus	1997-04-07	73,50	-1,60%	-44,02%	Konsumentvaror	Carnegie	
Ticket	1997-04-25	77,00	8,71%	14,27%	Tjänster	Carnegie	
Castellum	1997-05-23	51,00	8,22%	11,12%	Finans	Alfred Berg, Carnegie	
Semcon	1997-05-26	32,00	2,22%	163,99%	Industri	Enskilda	
Karlshamns	1997-06-05	93,00	1,88%	-12,95%	Råvaror	Alfred Berg	
Partnertech	1997-06-12	53,00	2,20%	-50,44%	Telekom	Carnegie	
Prosolvia	1997-06-18	115,00	5,36%	-93,20%	IT	Carnegie	
Pandox	1997-06-23	52,00	1,70%	-13,19%	Finans	Alfred Berg	
Hemköpskedjan	1997-06-27	78,00	1,75%	-29,57%	Konsumentvaror	Enskilda	
Wedins Norden AB	1997-07-01	56,00	-0,44%	-40,18%	Konsumentvaror	Alfred Berg	
Munters	1997-10-21	80,00	-0,31%	6,47%	Industri	Morgan Stanley	
Karolin Machine Tool AB	1998-04-03	98,00	1,01%	13,47%	Industri	SHB	
Nilörngruppen	1998-04-06	115,00	5,45%	-64,58%	Konsumentvaror	Enskilda	
Guide Konsult	1998-05-27	87,50	48,52%	-30,62%	IT	SHB	
Prevas	1998-05-29	47,00	51,29%	-26,89%	IT	Carnegie	
Tryckinvest i Norden	1998-06-08	144,00	-7,66%		Industri	Alfred Berg	
SAAB	1998-06-18	87,00	-2,58%	-25,87%	Industri	Enskilda	
Affärsstrategerna	1998-06-26	66,00	13,30%	-35,09%	Finans	SHB	
Telelogic	1999-03-08	50,00	26,80%	734,00%	IT	Carnegie	
HiQ	1999-04-12	106,00	-4,18%	445,82%	IT	Aros	
Teligent	1999-04-12	26,00	1,90%	56,57%	Telekom	Carnegie	
Kungsleden	1999-04-14	66,00	-0,20%	-12,31%	Finans	Alfred Berg/Swedbank	
Jeeves	1999-04-21	40,00	-1,52%	-64,72%	IT	SHB	
Digital Vision Sweden	1999-04-28	68,00	10,95%	-72,29%	IT	Alfred Berg/H&Q	
RKS	1999-05-17	64,00	8,00%	-34,27%	IT	Nordea Securities	
Novotek	1999-06-30	21,00	24,33%	-43,24%	IT	Carnegie	
Connecta	1999-09-20	68,00	103,85%		IT	SHB	
Clas Ohlson	1999-10-05	106,00	20,83%	276,61%	Konsumentvaror	SHB	
Proffice	1999-10-11	84,00	30,25%	-10,95%	Tjänster	CarnegieCredit	
Enlight Interactive	1999-10-12	105,00	-0,36%	-82,70%	IT	Lyonnais	
Q-Med	1999-12-06	58,00	7,95%	118,66%	Hälsovård	SHB	
M2S	1999-12-06	33,50	33,89%	176,69%	IT	Aros	
Micronic Laser Systems AB	2000-03-09	105,00	88,79%	406,95%	IT	Carnegie	
Tele1 Europe Holding AB	2000-03-16	161,00	34,25%	-91,30%	Telekom	Lehman, Goldman, SHB	
JC Aktiebolag AB	2000-04-19	60,00	-14,02%	19,18%	Konsumentvaror	SHB	
Mekonomen AB	2000-05-29	110,00	1,92%	41,81%	Konsumentvaror	SHB	

Viking Telecom AB	2000-05-31	29,00	28,02%	69,50%	Telekom	Carnegie
Scandinavia Online	2000-06-07	115,00	11,41%	-62,47%	IT	Goldman
Mind	2000-06-13	38,00	2,66%	-85,48%	IT	Alfred Berg
Telia AB	2000-06-13	85,00	7,36%	48,71%	Telekom	Morgan Stanley
AU-System	2000-06-21	47,50	18,42%	-28,88%	IT	Morgan Stanley
Axis AB	2000-06-27	38,00	4,14%	114,10%	IT	Enskilda Deutsche
Pyrosequencing AB	2000-06-30	100,00	2,10%	-67,92%	Hälsovård	Bank/Alfred Berg
Tripep AB	2000-07-14	90,00	12,01%	-91,67%	Hälsovård	Alfred Berg
Jobline International AB	2000-09-15	70,00	-7,29%		Tjänster	Lehman, Carnegie
AudioDev AB	2000-09-21	63,00	7,70%	103,62%	IT	Carnegie
Eniro AB	2000-10-10	84,00	-0,04%	11,12%	Tjänster	Carnegie
Orc Software AB	2000-10-19	120,00	17,72%	317,39%	IT	Carnegie
Neonet AB	2000-10-20	20,00	-12,44%	26,40%	Finans	Aros
Dimension AB	2001-02-20	61,00	8,88%	-85,92%	IT	SHB, Carnegie Carnegie,
D. Carnegie & Co AB	2001-06-01	115,00	16,29%	-12,70%	Finans	Goldman
BTS Group AB	2001-06-06	57,00	4,26%	-28,81%	Tjänster	Carnegie
BioInvent International AB	2001-06-12	62,00	-15,37%	-58,85%	Hälsovård	Carnegie
Vitrolife AB	2001-06-26	40,00	-8,80%	-48,91%	Hälsovård	Enskilda
rnb Retail and Brands AB	2001-06-26	38,00	-21,95%	-48,93%	Konsumentvaror	Nordea Securities
Alfa Laval	2002-05-17	91,00	7,96%	10,16%	Industri	Enskilda Enskilda,
Intrum Justitia AB	2002-06-07	47,00	6,94%	22,87%	Tjänster	Carnegie
Ballingslöv International	2002-06-19	64,00	-2,95%	33,17%	Konsumentvaror	Alfred Berg Enskilda, Carnegie,
Nobia AB	2002-06-19	78,00	-9,29%	5,71%	Konsumentvaror	Deutsche Bank

Bilaga 2 - 1:a dagens uppgång justerat mot index



Bilaga 3 - 18 månaders utveckling justerat mot index

