



School of Business
Economics and Law
GÖTEBORG UNIVERSITY

Vilka variabler har ett samband med aktiekursutvecklingen för nyintroducerade företag på börsen?

*– En studie av nyintroducerade företag på Stockholmsbörsens A- och O-
lista mellan åren 2000 och 2005*

Seminariearbete D-nivå i
industriell och finansiell ekonomi

Handelshögskolan vid Göteborgs
Universitet
Höstterminen 2006

Författare:	Födelseår:
Jenny Andersson	1983
Lars Björck	1983
Niklas Kallis	1983

Sammanfattning

Antalet börsintroduktioner på Stockholmsbörsen har varierat under de senaste åren. 37 bolag valde att börsnoteras på Stockholmsbörsens A- och O-lista mellan åren 2000 och 2005, men endast ett fåtal av dessa hade en positiv aktiekursutveckling under första året. Anledningen till att vissa företag blir framgångsrika medan andra lyckas mindre bra är dock inte självklar. Utmaningen är att finna vilka dessa faktorer är och i vilken riktning de påverkar aktiekursen. Tidigare forskning på utländska marknader har funnit troliga samband mellan framgångsrika nyintroducerade företag. Om sådana samband kan identifieras även på den svenska marknaden vore det möjligt för investerare att finna investeringar med samma avkastning men till lägre risk.

Syftet med uppsatsen var att utifrån historisk fakta och data från första handelsdagen identifiera eventuella variabler som kan förutsäga hur ett nyintroducerat företags aktiekurs utvecklas i förhållande till branschindex ett år efter nyintroduceringen. Därmed syftade studien till att förenkla identifieringen av bra och mindre bra investeringar i nyintroducerade aktier.

Uppsatsen bygger till stor del på kvantitativ, sekundär data i form av finansiell data från bolagens årsredovisningar och data från OMX. Datan strukturerades i olika förklaringsvariabler i syfte att genomföra två multipla regressionsanalyser i SPSS. Med förklaringsvariabler avses de parametrar som eventuellt kan ha ett samband med hur bra ett företags aktiekurs utvecklats i relation till dess branschindex. Genom litteraturstudier strukturerades en teoretisk referensram som utgör grunden för valda förklaringsvariabler.

Studiens slutsats är att det var svårt att finna förklaringsvariabler som kan förklara hur bra nyintroducerade företag lyckades på Stockholmsbörsen. Ett signifikant samband erhöles från undersökningen och utgjordes av förklaringsvariabeln introduktionsdatum. Perioden april-juni hade en sämre kursutveckling än de företag som nyintroducerades under årets övriga månader. Vidare konstaterades att perioden juli-september också hade ett troligt sådant samband, men med lägre signifikans. Således gick det inte att finna en modell som förklarar hur nyintroducerade aktier kommer att utvecklas. För att identifiera bra och mindre bra investeringar kan analysen istället fokusera på företagen individuellt och den omvärld som de opererar i.

Förord

Denna magisteruppsats avslutar studierna på civilekonomprogrammet. Vi vill uttrycka vår stora tacksamhet till vår handledare Anders Axvärn och de statistiker som bidragit med värdefull hjälp.

Göteborg den 8 januari 2007

Jenny Andersson

Lars Björck

Niklas Kallis

Innehållsförteckning

1 Inledning	1
1.1 Bakgrund.....	1
1.1.1 Aktiehandel i Sverige.....	1
1.1.2 Innebörden av en börsintroduktion	2
1.1.3 För- och nackdelar med en börsintroduktion	3
1.2 Problemdiskussion	4
1.3 Syfte	7
2 Teoretisk referensram	8
2.1 Aktiemarknaden.....	8
2.2 Effektiva marknader.....	9
2.3 Index och aktiemarknaden	10
2.4 Variabler som påverkar nyintroducerade företag	11
2.4.1 Val av tidpunkt för nyintroduktioner	11
2.4.2 Prissättning av nyintroduktioner	12
2.4.3 Företagens finansiering.....	14
2.4.4 Företagens prestationer	15
3 Metod	17
3.1 Metodval	17
3.2 Forskningsansats.....	17
3.3 Överväganden berörande metodval	18
3.4 Insamling av data	19
3.5 Empiriskt angreppssätt.....	20
3.5.1 Val av förklaringsvariabler	21
3.5.2 Genomförande av statistisk undersökning	26
4 Analys.....	29
4.1 Inledning	29
4.1.1 Resultat av multipel regressionsanalys 1	30
4.1.2 Resultat av multipel regressionsanalys 2	31
4.2 Förklaringsvariabler med inverkan	33
4.3 Förklaringsvariabler utan inverkan	35
4.3.1 Introduktionskurs	35
4.3.2 Underprissättning.....	36
4.3.3 Kapitalstruktur	37
4.3.4 Eget kapital	37
4.3.5 Avkastning på eget kapital.....	38
4.3.6 Avkastning på totalt kapital	38
4.3.7 Omsättning.....	39
4.3.8 Resultat	39
4.3.9 Mediebevakning.....	40
4.4 Sammanfattande analys	41

5 Slutsatser och rekommendationer.....	42
5.1 Författarnas rekommendationer	44
5.2 Förslag till vidare forskning.....	44
6 Referenser	45
6.1 Litteratur	45
6.2 Tidigare uppsatser	47
6.3 Internetkällor	47
Appendix I	49



1 Inledning

Detta kapitel beskriver bakgrunden till uppsatsen och berör aktiehandeln i Sverige och innebörden av en börsintroduktion. Därtill presenteras kortfattat de för- och nackdelar som föreligger med en börsintroduktion och vad som menas med en avnotering. Vidare övergår bakgrundsinformation till en problemdiskussion där uppsatsens problemformulering presenteras. Avslutningsvis beskrivs studiens syfte.

1.1 Bakgrund

Att investera i nyintroducerade aktier har länge varit populärt och lönsamt och har ansetts vara en trend på heta marknader. För vissa företag som nyintroducerades under slutet av 90-talet har resultatet varit av skiftande slag. Några bolag har lyckats på börsen medan andra haft en sämre kursutveckling än index. (Åsgård & Ellgren, 1999) Åsgård et al (1999) menar att vissa företag, med facit i hand, inte var mogna för en börsintroduktion medan andra företag säkerligen kommer ge sina aktieägare god avkastning under många år. Vad är det då som avgör om en nyintroduktion lyckas på börsen? Svaret skiljer sig sannolikt beroende på vem som får frågan.

1.1.1 Aktiehandel i Sverige

Stockholmsbörsen (OM) startades 1863 och var fram till 1993 enbart öppen för inhemska investerare då det svenska börsmonopolet avskaffades. (Omxgroup¹) 2003 gick OM samman med finska HEX (Hansen, 2003) och 2005 anslöts också Köpenhamnsbörsen till OMX, som nu består av sex olika börser placerade i Stockholm, Köpenhamn, Helsingfors, Tallinn, Riga och Vilnius. (Omxgroup²) Sedan 2 oktober 2006 är OMX uppdelad på en nordisk och en baltisk lista, men på sikt avses att föra samman dessa till en gemensam lista. (Omxgroup³)

Från och med 2 oktober 2006 ingår svenska A-listan och O-listan i den nordiska listan med gemensamma noteringskrav. Nordiska listan är indelad efter bransch och marknadsvärde, vilket förenklar för investerare att jämföra sina investeringsalternativ med liknande nordiska företag. Uppdelningen av aktierna på den nordiska listan görs i olika segment efter företagets börsvärde. Bolagen med högst börsvärde tillhör segmentet Large Cap. Övriga bolag tillhör Mid Cap eller Small Cap beroende på deras börsvärde.

¹ <http://omxgroup.com/nordicexchange/omoss/historik/>

² <http://omxgroup.com/nordicexchange/omoss/historik/>

³ <http://omxgroup.com/nordicexchange/omoss/dennordiskaborsen/>



(Omxgroup⁴) Trots att de största svenska bolagen numera tillhör den nordiska listan, kommer denna uppsats att utgå från Stockholmsbörsens tidigare indelning.

Historiskt sett ställdes olika krav på svenska företag för att få tillstånd att noteras på A- och O-listan. (Grundvall, Jakobsson & Thorell, 2004) A-listan var den lista som ställde flest krav på företagen (Hansen, 2003) medan O-listan tidigare utgjordes av sådana företag som aspirerade på att i framtiden noteras på A-listan (Åsgård et al, 1999) Exempelvis krävdes det på A-listan att företagen skulle ha tre reviderade årsredovisningar och dokumenterad intjäningsförmåga, vilket inte krävdes för att noteras på O-listan. (Boman, 1999) Om inte noteringskraven uppfylldes både innan börsintroduktionen och fortlöpande kunde företagen bli placerade under observation. Om väsentliga avvikelser skett kunde företaget avnoteras. (Grundvall et al, 2004)

1.1.2 Innebörden av en börsintroduktion

Ett första steg vid en introduktion på börsen är att ta fram ett prospekt. För detta krävs ofta ett flertal mellanhänder, exempelvis advokater och investmentbanker. Efter att prospektet presenterats påbörjas marknadsföringsfasen. Därefter sätts det slutliga priset och allokeringen av aktierna bestäms. (Jenkinson & Ljungqvist, 2001) Företag som ska introduceras på börsen använder sig ofta av en garant för att minska risken att inte erhålla det kapital som behövs. Garanten tar en avgift som är baserad på storleken på introduktionen. För detta garanterar de att köpa alla eller en del av de aktier som inte marknaden är intresserade av. Priset de betalar är oftast rabatterat och de får behålla den avgift de tar ut även om de inte behöver köpa några aktier. Systemet är en form av säljoption där företaget har en rätt att sälja aktier till garanten till ett förutbestämt pris. (Samuels, Wilkes & Brayshaw, 1995) Om det skett en underteckning blir alla bud godtagna och garanten får köpa de återstående aktierna. (Jenkinson et al, 2001)

Vid de tillfällen då aktierna blivit övertäcknade krävs en speciell allokering. En allokeringmetod är att skala ned alla bud så att efterfrågan matchar utbudet. Denna metod kan däremot leda till strategibeteende om investerare förväntar sig att aktien kommer att vara eftertraktad. Andra metoder utgörs av att favorisera vissa investerare eller lotta ut aktierna. Att regleringen av allokeringen skärpts är en följd av tidigare skandaler då eftertraktade aktier allokerats till politiker och andra personer med stort inflytande. (Jenkinson et al, 2001)

⁴ <http://www.omxgroup.com/nordicexchange/omhandeln/handel/nordiskaborsen/>



1.1.3 För- och nackdelar med en börsintroduktion

Det främsta skälet till en börsintroduktion är att tillföra expensionskapital till företaget. Sker introduktionen i kombination med en nyemission förvärvar företaget redan då ett ökat kapital. Vidare är möjligheten till framtida kapitalanskaffning, genom nyemissioner, också en viktig anledning till nyintroduktioner på börsen. (Grundvall, et al, 2004) Därtill medför en introduktion riskdiversifiering mellan aktieägarna. (Högholm, 1994) Song, Rhee och Adams (2001) nämner även förbättrade relationer till potentiella kunder, anställda samt blivande affärspartners som en sidoeffekt av de finansiella fördelarna.

Andra anledningar till notering kan vara möjligheten att förvärva företag genom att erbjuda egna nyemitterade aktier (Grundvall et al, 2004) samt möjligheten att förändra ägarstrukturen. Det blir också enklare för ägare som vill dra sig ur företaget, eftersom de inte behöver leta efter en industriell köpare utan kan sälja aktierna på börsen istället. Ett annat alternativ är att sälja en del av aktierna på börsen för att göra det enklare att i ett senare skede sälja till en industriell köpare när det finns ett marknadsvärde på företaget. Ur ett ägarperspektiv kan en notering vara av fördel då aktierna anses vara mer likvida, det vill säga hur lätt och snabbt en aktie kan säljas och därmed omsättas till pengar, än att ha sina tillgångar bundna i företaget (Hamberg, 2001). Affärsmässiga fördelar är den publicitet ett noterat bolag erhåller då det kontinuerligt bevakas av finansanalytiker inom massmedia, banker och fondkommissionärsbolag. Andra fördelar är höjd status, lättare rekrytering av nyckelpersoner samt att underlätta delägarskap för anställda. En börsintroduktion skapar även gynnsammare förutsättningar för global handel om företaget har ambitioner att verka internationellt. (Grundvall et al, 2004)

De flesta kostnader förknippade med en introduktion på börsen är fasta och generellt minskar dessa fasta kostnader med storleken på introduktionen. (Jenkinson et al, 2001) Förutom kostnader tar även processen tid i anspråk. Andra möjliga nackdelar kan vara krav på skärpta interna styrsystem, restriktivitet i intern information, massmedial bevakning, skatteeffekter samt uppköpsmöjligheter för konkurrerande bolag. (Grundvall et al, 2004) Högholm (1994) påpekar även faran med att aktieägarna och ledningen jobbar mot olika mål och att kostnaderna för att styra ledningen därför ökar vid en introduktion. Om de tidigare ägarna är rädda att förlora kontrollen genom utspädning av sitt ägarskap, väljer de att nyintroducera företaget under perioder då marknaden värderar aktierna högt. Vid dessa tillfällen erfordras ett mindre antal aktier för samma mängd kapital som företaget behöver. (Nord & Hjörnvist, 1998)



Om en eller några av aktieägarna köper alla utestående aktier kan de välja att avnotera bolaget. Några av anledningarna för att bli ett privat bolag igen kan vara för att undvika den administrativa belastningen som en notering innebär, att slippa kostnaden för att uppfylla noteringskraven, att bolaget blir oberoende och för att förhindra fientliga uppköp. Om bolaget har finansiella problem kan en privatisering förhindra de nackdelar som följer om aktiepriset skulle sjunka som en följd av de finansiella problemen. En annan fördel är att *agency costs* minskar då det är större sannolikhet att en mindre grupp aktieägare har bättre samarbete och samma mål som beslutsfattarna i företaget. (Samuels, Wilkes & Brayshaw, 1999)

1.2 Problemdiskussion

37 bolag valde att nyintroduceras på Stockholmsbörsens A- och O-lista mellan åren 2000 och 2005. Endast ett fåtal av bolagen hade en positiv aktiekursutveckling under första året (OMX⁵). Detta påvisar att det är ett tufft klimat på aktiemarknaden och att företagen har svårt att överträffa investerarnas förväntningar. Anledningen till att vissa företag blir framgångsrika medan andra lyckas mindre bra är dock inte självklar. Därför är det av intresse att identifiera eventuella samband som indikerar vilka bolag som kommer att ha en positiv utveckling och vilka som kommer att få problem efter nyintroduktionen. Ovissheten är stor, men intressant att undersöka, i en tid då riskkapitalet diskuteras livligt.

I en investerares idealiska värld vore det möjligt att få hög avkastning på investeringar med obefintlig risk, men i realiteten är inte detta rimligt. Att det däremot finns faktorer som påverkar företag och därmed även deras aktiekursutveckling är naturligt. Företagens utveckling påverkas bland annat av de anställdas kompetens och företagets ledning. Emellertid är dessa faktorer svåra att mäta och jämföra, vilket gör det svårt att finna samband mellan dessa och hur företagets aktiekurs utvecklas. Finansiella mått är dock enklare att mäta och jämföra, vilket gör dem mer lämpliga för en analys av vad som påverkar ett företags aktiekursutveckling. Utmaningen är att finna vilka dessa faktorer är och i vilken riktning de påverkar aktiekursen. Om sådana samband kan identifieras vore det möjligt för investerare att finna investeringar med samma avkastning men till lägre risk.

Antalet börsintroduktioner på Stockholmsbörsen har varierat under de senaste åren. Mellan åren 2000 och 2002 noterades sammanlagt 29 bolag på Stockholmsbörsen. Under 2003 noterades inget företag följt av tre bolag 2004 och fem 2005. (OMX⁶) Många av företagen verkar således nyintroduceras under samma perioder. Kan det vara så att

⁵ Informationsavdelningen OMX

⁶ Informationsavdelningen OMX



introduceringen av ett företag på börsen följer samma mönster som intresset för börsen i sig, det vill säga att när börsklimatet är attraktivt och prisnivån kan sättas högt, så väljer bolagen att börsintroduceras? Frågans aktualitet belyses av Nord och Hörnqvist (1998) som påpekar hur viktigt det är med rätt timing vid nyintroduceringen. Rätt tidpunkt för en börsnotering bestäms enligt Grundvall et al (2004) av en rad marknadsförutsättningar. Enligt tidigare undersökningar sker inte nyintroduktionerna slumpvis. Istället har liknande samband identifierats i olika länder gällande vilka perioder när störst antal nyintroduktioner sker. (Jenkinson et al, 2001) Kan det även vara så att specifika perioder, såsom utmärkande månader eller kvartal, inom vilka företagen väljer att introduceras på börsen är mer lämpliga än andra?

Boubakri, Kooli och L'her (2005) har undersökt om det finns ett gemensamt mönster eller samstämmig profil för framgångsrika nyligen noterade företag. Genom att studera den kanadensiska marknaden kommer författarna fram till viktiga slutsatser. Exempelvis drar författarna slutsatsen att företag som får in mycket riskkapital vid introduktionen på börsen löper en mindre risk att avnoteras jämfört med de företag som får in mindre riskkapital. Vidare argumenterar Boubakri et al (2005) att underprissättning vid introduktionstillfället, det vill säga att introduktionskursen är lägre än slutkursen på första handelsdagen, relativt sett ökar företagets trolighet att överleva gentemot att inte överleva, eftersom högkvalitativa företag har råd att sätta ett lägre pris på sina aktier.

Även om Boubakri et al (2005) med sin forskning berör den kanadensiska marknaden framgår det inte om detta är applicerbart på andra marknader. Att det finns fler samband är troligt, men vilka dessa är och om de gäller för den svenska marknaden är oklart och kommer studeras i denna uppsats.

Liksom Boubakri et al (2005) berör Jerresand och Niiranen (2006) underprissättningen av nyintroducerade företag i sin undersökning om prissättning och initial kursförändring vid börsintroduktioner på den svenska marknaden. Författarna argumenterar att ett för lågt pris vid noteringsögonblicket medför att företaget går miste om potentiellt kapital. Dock poängterar Jerresand et al (2006) att underprissättning inte behöver vara något negativt. Istället kan det ingå i en medveten strategi från företagets sida med syfte att öka populariteten hos investerare. Jerresand et al (2006) diskuterar även konsekvenserna av en för hög prissättning. Exempelvis kan överprissättning förorsaka negativa erfarenheter bland framtida potentiella investerare, men medför samtidigt att företaget får in mycket kapital. Därmed frambringar under- och överprissättning vid börsintroduktioner både positiva och negativa aspekter. Frågan är dock vilken prissättning som är mest fördelaktig för bolagets framtida utveckling på börsen. Kan överhuvudtaget något av alternativen



enskilt ses som mer fördelaktigt och vad får det för konsekvenser för bolagens framtida aktiekursutveckling på den svenska marknaden?

Ovanstående diskussion berör bolagets perspektiv, men Fernando, Krishnamurthy och Spindt (2005) argumenterar att introduktionspriset för en aktie även spelar roll för investerarna. Om det finns ett samband för introduktionskursen och hur bra ett företags aktie som nyintroduceras på börsen utvecklas, kan det indikera att marknadsaktörerna inte alltid handlar rationellt. Stämmer detta kan ekonomiska teorier som utgår från att marknadsaktörerna tar rationella beslut, ifrågasättas. Visar det sig att lyckade och misslyckade nyintroduktioner kan förklaras av aktiens introduktionskurs finns stora incitament till att verkligen utvärdera vilken introduktionskurs som är mest fördelaktig.

Boubakri et al (2005) poängterar vikten av vidare forskning berörande de faktorer som medför att nyligen introducerade börsbolag överlever. Enligt författarna är området intressant eftersom betydelsen av riskkapital är en central aspekt för företagets utveckling. Exempelvis efterfrågar Boubakri et al (2005) forskning berörande hur aktieanalytikernas undersökningar och rapporter gällande sådana företag påverkar dess överlevnad. Detta är något som Jegadeesh och Kim (2006) delvis berör. Författarna har bevisat ett samband mellan analytikers rekommendationer och aktiekursutvecklingen i de länder som ingår i G7-gruppen. Att utvidga denna studie till Sverige skulle vara möjligt, men eftersom undersökningen redan är genomförd i G7-gruppen, kommer området inte att behandlas i denna uppsats. Däremot vore det av intresse att undersöka hur nyintroducerade privatägda respektive statligt ägda bolag på börsen skiljer sig gällande aktiekursutveckling. Det är troligt att aktiemarknaden föredrar ett privat ägande framför ett statligt då statens huvudsakliga uppgift inte är att bedriva näringsverksamhet. Således är det inte omöjligt att aktiekursen för börsbolag med stort statligt ägande utvecklas på ett annat sätt än börsbolag med enbart privat ägande. Problemet som uppstår är att det statliga ägandet var marginellt för bolagen i denna studie vilket är anledningen till att ägarstrukturen inte undersöks i uppsatsen.

Forskningen inom området nyintroduktioner är, som visats, omfattande och berör olika marknader med skilda slutsatser. Dock finns fortfarande frågor som behandlats i mindre utsträckning. Exempelvis kan fokuseringen på olika framgångsvariabler och samband tyckas ge en något ensidig bild av vad som händer med ett bolag efter dess introducering på börsen. Att undersöka faktorer till nyintroduktioner med negativ kursutveckling borde också vara av stort intresse då detta kan hjälpa potentiella investerare att undvika de nyintroduktioner som statistiskt tyder på kommande negativa kursutvecklingar. Eftersom enbart tre av 29 börsintroducerade företag på Stockholmsbörsen A- och O-lista mellan



åren 2000 och 2002 hade en positiv kursutveckling ett år efter noteringen, torde en mer balanserad bild av såväl framgångsfaktorer som sådana variabler som medför att ett företag misslyckas vara berättigad. Genom att inte enbart ge en bild av de variabler som bidrar till en positiv kursutveckling, utan också fokusera på sådana eventuella aspekter som bidrar till att ett företag har en negativ kursutveckling, avser uppsatsen att ge en helhetsbild av problematiken.

Vidare saknas studier som undersöker flera olika variabler och hur dessa tillsammans inverkar på nyintroduktioners aktiekursutveckling på den svenska marknaden. Då tidigare uppsatser fokuserat på enskilda variabler avser denna uppsats att istället göra en mer övergripande studie med flera variabler som eventuellt har ett samband med nyintroduktioners aktiekursutveckling. Baserat på de nyintroduktioner som inte var listbyten, samgåenden eller dotterbolag som avskiljts från moderbolaget fastställdes följande problemformulering som utgångspunkt för studien:

- Fanns det variabler som hade ett samband med hur nyintroducerade företags aktiekurs utvecklades ett år efter nyintroduceringen på Stockholmsbörsens A- och O-lista mellan åren 2000 och 2005?

1.3 Syfte

Syftet med uppsatsen var att utifrån historisk fakta och data från första handelsdagen identifiera eventuella variabler som kan förutsäga hur ett nyintroducerat företags aktiekurs utvecklas i förhållande till branschindex ett år efter nyintroduceringen. Därmed syftade studien till att förenkla identifieringen av bra och mindre bra investeringar i nyintroducerade aktier.



2 Teoretisk referensram

Den teoretiska referensramen presenterar hur aktiemarknaden fungerar, vad som menas med effektiva marknader och vilken information som tillhandahålls genom index. Vidare presenteras olika variabler som kan påverka utvecklingen för nyintroducerade företag och den bakomliggande teorin till dessa variabler. Därmed underlättas metodavsnittets motivering och redogörelse för valda förklaringsvariabler som används i den statistiska undersökningen för att besvara studiens problemformulering.

2.1 Aktiemarknaden

Syftet med kapitalmarknader är att underlätta allokeringen av kapital mellan individer som har möjlighet att investera i lönsamma projekt och de som kan låna ut pengar för att öka sin avkastning. (Copeland, Weston & Shastri, 2005)

Marknaden kategoriseras som en primär marknad som handlar med nyemitterade aktier och en sekundär som handlar med redan befintliga aktier utan egentlig kontakt med företaget. Dock är den sekundära marknaden viktig för företaget eftersom den indikerar hur mycket investerare skulle vara villiga att betala vid ännu en emission. Det är även på den sekundära marknaden som aktien blir likvid. Därav blir aktien mer värd för investerare som vet att de kan sälja vidare sina aktier. (Johnson, Jefferies & Ming Hui, 2005)

En av de viktigaste rollerna för den finansiella marknaden är att fastställa ett pris för aktierna som både köpare och säljare är villiga att acceptera. Detta pris ses generellt som nuvärdet av framtida kassaflöden. Däremot är det välkänt att aktiepriset rör sig varje dag och att det har lite att göra med rationella förväntningar om kassaflöden. (Johnson et al, 2005) Finansiella transaktioner och analyser genomförs numera med automatik och med hjälp av avancerad teknik och har medfört att allt mer handel sker genom program och med mindre mänsklig inverkan. Eftersom datorer inte lider av samma irrationella beteende eller girighet minskar flockrörelser inom handeln. (Norberg, 2005)

De två viktigaste faktorerna då en investerare bestämmer sig för att investera är förväntningar på framtida pris och inkomster. Förväntningen på framtida pris kan byggas antingen på tekniska eller fundamentala variabler knutna till företagets inkomster och ekonomiska styrka. (Johnson et al, 2005)



2.2 Effektiva marknader

De finansiella marknaderna styrs av nyheter och information. *Asset Pricing Theory* antar att alla investerare innehar samma information, men i verkligheten finns en asymmetri i informationen mellan olika investerare. Informationen kan även tolkas annorlunda beroende på investerarens bakgrund. (Brunnermeier, 2001)

I ekonomier där informationen är spridd mellan olika marknadsdeltagare spelar priset en roll som både ett index och bärare av information. Således baserar investerare sina handlingar på den information priset ger samt egen information som de själva besitter. (Brunnermeier, 2001)

Med *information efficiency* menas hur mycket information som uppdagas av priset. Priser antas vara effektiva informationsbärare om de på ett korrekt sätt och till fullo reflekterar relevant information. Det finns tre former av effektiv marknadsinformation; stark, semi-stark och svag. Om priset reflekterar all tillgänglig information räknas det till sin starka form. Om det bara reflekterar all offentlig information räknas det endast som semi-stark effektivitet. Reflekterar priset bara ett historiskt pris och avkastning är det en svag form av effektivitet. Om priserna inte reflekterar all offentlig information finns det en möjlighet att göra vinster. (Brunnermeier, 2001) *The Fair Game Model* stipulerar dock att det inte borde vara några onormala avkastningar givet en viss information. Således kan en investerare inte räkna med att prestera bättre än marknaden på lång sikt. (Samuels et al, 1999)

Enligt Samuels et al (1995), finns två olika investerare; informerade och oinformerade. De informerade investerarna besitter relevant information och kan utnyttja de prisförändringar som sker då de oinformerade investerarna får ta del av informationen. Vidare menar de att det finns gränser för hur högt respektive lågt priset kan bli eftersom investerarna kommer att sälja sina aktier då de anser att de stigit tillräckligt mycket vilket leder till en nedgång i pris. Om priset sjunker för lågt kommer de att köpa aktier vilket medför att priset för aktien ökar. Prisfluktuationerna mellan dessa gränser beror på de oinformerade investerarnas osäkerhet och deras slumpartade transaktioner.

Då investerare har olika åsikter och förväntningar på framtida kassaflöden blir det den investerare som på marginalen bestämmer sig för att investera också den investerare som bestämmer priset på aktien. Därmed sätts inte priset som en följd av den tillgängliga information som finns, vilket den effektiva marknadsteorin stipulerar. Enligt Jenkinson et al (2000) kommer all information som minskar skillnaden i åsikter investerare emellan leda till att priset på aktien sjunker.



Forskning har visat att investeringar i små företag ger en högre avkastning än genomsnittet för hela marknaden. Detta skulle inte ske om marknaden var effektiv. Det är ett välkänt faktum att det är lättare för små företag att växa snabbt eftersom avkastningen och intäkterna från mindre företag växer snabbare än de från medelstora företag. Enligt Samuels et al (1999) har små företag däremot högre beta-värden än genomsnittet eftersom marknaden har mindre information om de små företagen, vilket gör det mindre troligt att marknaden prissätter dessa korrekt. En informerad investerare har således möjligheten att utnyttja detta för att få högre avkastning. (Samuels et al, 1999)

Alla prisfluktuationer kan inte bli förklarade med offentlig information. Exempelvis har studier påvisat stora fluktuationer de dagar då ingen ny information som kan tänkas påverka priset delgivits. De dagar då det skett stora förändringar i priserna på marknaden är inte de dagar med mest ny väsentlig information. Anledningen till detta är att priserna influeras av investerarnas beteende. Investerarna kan till exempel bli påverkade av humör, egen uppfattning eller agera irrationellt. Forskare inom den kognitiva psykologin har exempelvis funnit att investerare lägger för stor vikt vid aktuell information och för lite vid historisk information. Sådant beteende kan leda till börsbubblor, flockbeteende och överdriven volatilitet. (Samuels et al, 1999) Vidare argumenteras det av somliga att dagliga prisfluktuationer i aktiepriset talar emot att marknaden är effektiv. Enligt Ross, Westfield och Jaffe (2005) stämmer inte detta synsätt eftersom dagliga prisfluktuationer i aktiepriset är ett tecken på att ny information tillhandahållits och förändrat förväntningarna på aktien. Om aktiepriset inte rörde sig någonting skulle detta således kunna vara ett tecken på att marknaden inte är effektiv. Därmed måste förväntningarna på aktien överträffas för att priset ska stiga.

2.3 Index och aktiemarknaden

Med hjälp av ett index kan generella trender på marknaden eller inom det område som är mest intressant i den aktuella situationen avläsas. Index mäts i procent och påvisar förändringen i de aktiekurser som ingår i indexet. Eftersom ett företags aktier är olika värda, vägs indexet mot bolagens värde på börsen. Således påverkar exempelvis Ericsson indexet för Stockholmsbörsen mer än vad små bolag gör. (Åsgård et al, 1999)

Affärsvärldens generalindexindex (AFGX) har funnits sedan 1937 och används exempelvis av svenska fondförvaltare. Den 1 februari 2000 lanserades nio nya branschindex och 31 underbranscher. Indexet täcker ett stort antal aktier och är därför en



lämplig måttstock för analys av aktieportföljer. Som tidigare nämnts om index i allmänhet, vägs även AFGX med varje enskild akties börsvärde. (Affärsvärlden⁷)

2.4 Variabler som påverkar nyintroducerade företag

Detta avsnitt kommer att fördjupa analysen om variabler kan ha ett samband med hur nyintroduktioners aktiekurs utvecklas under första året på börsen.

2.4.1 Val av tidpunkt för nyintroduktioner

Antalet nyintroduktioner är förknippade med aktiemarknadsklimatet men beror också på alternativa investeringsmöjligheter eftersom efterfrågan på kapital är större när det finns många projekt att investera i. (Nord & Hjörnqvist, 1998) Även om antalet nyintroduktioner bland annat är förknippade med aktiemarknadsklimatet nämner Nordberg (2001) att februari och mars är mer lämpliga månader än andra för en nyintroduktion. Vidare diskuteras även fördelar med att göra en nyintroduktion i samband med en lansering av en ny produkt för att därmed ta del av den mediebevakning som en nyintroduktion för med sig. I motsats till detta kan påpekas att den främsta anledningen till en nyintroduktion är att få mer kapital, det är därför mindre troligt att företaget väljer att vänta tills förutsättningarna på marknaden upplevs som rätt. (Nordberg, 2001)

I teorin rörande aktiemarknaden berörs även januarieffekten som medför att mindre företag genom tiderna har gett högre avkastning under januari månad. (Chicago Board Options Exchange⁸) Som regel har det handlat om små företag som ger avvikande hög avkastning under de tio första handelsdagarna i januari. (Haugen & Jorion, 1996) Det har presenterats flera olika teorier om varför denna effekt uppstår. Den ledande hypotesen är att investerare väljer att sälja vissa av sina aktier i december på grund av skatteskäl. Detta leder till att aktiekurserna sjunker för att sedan stiga igen i januari då marknaden återhämtat sig. (Pietraniko & Riepe, 2004) Andra menar att det beror på de rapporter som publiceras vid slutet på året som får vissa aktier att se attraktiva ut. (Stires, 2000) Trots att denna effekt upptäcktes för flera år sedan finns det inget som varslar om att den ser ut att försvinna. Januarieffekten är intressant då den går emot ansatsen att marknaden skulle vara effektiv eftersom vetskapen av januarieffekten inte eliminerat densamma. Detta kan, enligt Haugen et al (1996), tyda på att marknaden är långsammare än man tidigare trott att justera sig för ineffektivitet. Vidare argumenterar författarna att då det är riskfyllt att försöka utnyttja januarieffekten leder detta till att den kommer att finnas kvar trots möjligheterna till höga avkastningar.

⁷ <http://bors.affarsvarlden.se/afgxweightinfo.aspx?list=afgx&tabname=weighttab>

⁸ <http://www.cboe.com/institutional/january.aspx>



Det finns även forskning som argumenterar att tidsaspekten inte är av betydelse för en nyintroduktion på börsen. Enligt Samuels et al (1995) spelar det ingen roll när företaget introduceras eftersom marknaden saknar information. Vidare anser Samuels et al (1995) att det skulle vara slöseri med tid att vänta tills marknaden är på topp.

2.4.2 Prissättning av nyintroduktioner

2.4.2.1 Introduktionspris

Reber och Fong (2006) har genom att studera nyintroducerade aktier i Singapore funnit att introduktionspris, marknadsvärde, handelsvolymen under första dagen och osäkerheten kring nyintroduktionens värde är några av de variabler som har mest signifikant inverkan på felaktigheter i prissättningen. Författarna argumenterar att förhållanden på kapitalmarknaden samt branschsektor verkar vara irrelevant för prissättningen.

Vid prissättning tas hänsyn till olika intressenter och deras intressen går inte alltid åt samma håll. Företaget vill exempelvis ha ett högt pris på aktien för att få in så mycket kapital som möjligt men ändå inte en prisnivå som försvårar en positiv värdestegring efter nyintroduktionen. Investeringarna föredrar givetvis att betala ett lågt pris medan fondkommissionären vill tillgodose både företags och investeringarnas önskemål eftersom dessa är kunder till kommissionären. (Nord et al, 1998)

Tidigare undersökningar stödjer uppfattningen att lägre aktiepriser gör aktierna mer attraktiva för investeringarna. Dock har undersökningar visat att institutionella investeringar undviker att investera i aktier med låga nyintroduktionskurser. Detta kan bero på en lägre likviditet på aktien eller att nyintroduktionspriset påverkar aktiekursen. (Fernando et al, 2004)

Fernando et al (2004) har undersökt huruvida introduktionspriset har ett samband med företags livskraft. De finner att eftersom institutioner är bättre informerade investeringar och dessutom föredrar att köpa aktier med högre introduktionspriser, tyder det på att högre prissatta introduktioner presterar bättre än lågt prissatta. Vidare har de funnit att högt prissatta företag lider lägre risk för att avnoteras inom de närmsta fem åren efter introduktionen.

2.4.2.2 Undersprissättning

Ett vanligt fenomen som uppkommer vid studerandet av nyintroduktioner är att företagen tar ut ett underpris för sina aktier. Undersökningar i flera länder påvisar samma sak och



innebär en lättförtjänt vinst för de investerare som är med från början men även en alternativkostnad för de tidigare ägarna. Under senare år har underprissättningen ökat (Song et al, 2001) och enligt Jenkinson et al (2001) är graden av underprissättning högre på marknader under utveckling vilket kan ha sin förklaring i politisk inblandning och byråkrati. Dessutom har forskning visat att underprissättningen sker till högre grad då börsen är stigande. Exempelvis har tyska nyintroduktioner varit mer underprissatta när marknaden går bra och volatiliteten på aktiemarknaden är låg. (Jenkinson et al, 2001)

Underprissättningen kan ses som en kompensation till de investerare som korrekt tar till sig den information de har tillgång till. (Fernando et al, 2004) En sådan prissättning underlättar även försäljningen av aktierna och fungerar som en försäkring för företaget mot framtida rättstvister med missnöjda aktieägare. Förlorarna är de gamla ägarna eftersom en hög grad av underprissättning medför att deras rösträtt blir utspädd. Detta behöver dock inte betyda att ägarnas kontroll blir svagare. Istället kan den kraftiga efterfrågan vid underprissättning göra det lättare för ägarna att välja nya investerare efter eget tycke på grund av de allokeringsmöjligheter som finns. (Jenkinson et al, 2001)

Trots att företaget går miste om kapital vid en underprissättning finns det ändå fördelar som väger upp. Potentiella fördelar av en underprissättning kan vara att aktierna blir övertecknade, detta i sin tur leder till positiv mediebevakning. Underprissättningen kan även i vissa länder ha skattefördelar när det kommer till att belöna sina anställda. Exempelvis medförde den lägre skatten på reavinster jämfört med inkomstskatten att många företag i Sverige satte ett mycket lägre pris än de annars skulle ha gjort. Efter skattereformen 1990 sjönk därför graden av underprissättning. (Jenkinson et al, 2001)

Åsikterna om underprissättning skiljer sig åt. Boubakri et al (2005) har exempelvis argumenterat att graden av underprissättning har inverkan på nyintroducerade företags överlevnad åren efter nyintroduktionen. Författarna har funnit att vissa företag klarar sig bättre under en treårsperiod jämfört med andra då de nyintroducerats på den kanadensiska börsen. Boubakri et al (2005) påvisar genom sin studie att storleken på bolagens tillförda riskkapital har betydelse för deras vidare fortlevnad. Författarna diskuterar att det därmed borde finnas en lägsta nivå av tillfört riskkapital som garanterar att företaget överlever under vald undersökningsperiod. Enligt författarna vågar dock högkvalitativa företag sätta ett lägre pris på sina aktier då de har råd att avstå från att ta in allt tillgängligt riskkapital medan företag av annan karaktär kan se nyintroduktionen som ett tillfälle att erhålla så mycket kapital som möjligt. Därtill har undersökningar om så kallade penny



stocks⁹ visat att de är betydligt mer underprissatta samt presterar sämre på lång sikt än andra nyintroduktioner (Bradley, Conney, Dolvin och Jordan, 2006) medan Fernando et al, (2004) har funnit stöd för att högre prissatta introduktioner till större grad är underprissatta.

Vidare har tidigare forskning funnit stöd för att nyintroducerade företag som erhållit mer mediebevakning under tiden då nyintroduceringsprocessen pågår, är mer underprissatta än andra företag med mindre mediebevakning. (Jens, Brooks, Nicoletti & Russel, 2006) Genom att kombinera ökad transparens med marknadsföringen erhåller företaget en större mediebevakning under introduktionsprocessen. Detta leder i sin tur till en ökad medvetenhet hos investerarna om företagets finansiella situation, vilket ger en bättre möjlighet till rättvis värdering av aktien.

Även Agarwal, Liu & Rhee (2006) belyser medieaspekten i sin artikel om investerares efterfrågan på nyintroducerade företag. Författarna har funnit att nyintroduktioner med stor efterfrågan ger hög initial avkastning men negativ avkastning på lång sikt, medan nyintroducerade bolag med liten efterfrågan ger negativ avkastning initialt men en positiv avkastning på lång sikt. Enligt Agarwal et al (2006) tyder detta på att efterfrågan delvis är beroende av investerarnas över- eller underreaktioner på information från det nyintroducerade företaget. Vidare tyder det på att både högt och lågt eftertraktade nyintroduktioner inte är prissatta efter sitt verkliga värde i början av handeln men att det verkliga värdet stegvis reflekteras i priset. Författarna menar således att investerarnas efterfrågan påverkar det nyintroducerade företagets aktiekursutveckling både på kort och lång sikt. Detta kan kopplas samman med den argumentation som Boubakri et al (2005) för. Som beskrivits anser författarna att högkvalitativa företag vågar sätta ett lägre pris på sina aktier, medan bolag av annan karaktär kan se nyintroduktionen som ett tillfälle att erhålla så mycket riskkapital som möjligt.

2.4.3 Företagens finansiering

Företagens kapitalstruktur består av internt och externt genererat kapital. Internt kapital kommer bland annat från vinster medan externt kapital erhålls från långgivare eller investerare. (Bodie & Merton, 1998) Då lånefinansiering kan skapa skatteförmåner har en högre skuldsättningsgrad generellt ansetts positiv. Enligt teorin finns en optimal nivå av skuldsättning som minimerar kapitalkostnaden och maximerar aktieägarnas nytta. Lånen tillför dock en högre finansiell risk för företaget och dess aktieägare som förväntar sig en högre avkastning som kompensation eftersom räntekostnaden ökar i takt med

⁹ Med penny stocks menas generellt aktier prissatta under 5 dollar. (<http://www.sec.gov/answers/penny.htm>)

skuldsättningsgraden. (Samuels et al, 1999) Räntan måste, till skillnad från utdelningen till aktieägarna, betalas även om företaget inte går med vinst. (Bodie et al, 1998) Då företaget har en större proportion lån ökar risken och därmed också kostnaden för *financial distress*. Denna kostnad har en negativ effekt på företagets värde och utjämnar de eventuella skatteförmåner som företaget fått.

Kostnaderna för *financial distress* kan delas upp i direkta och indirekta. De direkta kostnaderna innefattar kostnader för advokater, konsulter och ledningens tid. De indirekta kostnaderna uppstår på grund av osäkerhet hos leverantörer och kunder och inkluderar försäljningsförluster och förlorad goodwill. Dessa eventuella kostnader ökar kapitalkostnaden på grund av att aktieägarna efterfrågar en högre avkastning för den ökade risken. Även om kostnaden inte är aktuell förväntar sig aktieägaren en kompensation för den potentiella risken. (Samuels et al, 1999) Dessa kostnader och de skattefördelar företaget erhåller måste vägas mot varandra då kapitalstrukturen bestäms. (Bodie et al, 1998)

2.4.4 Företagens prestationer

Redovisat resultat reflekterar företagets prestation under den aktuella tidsperioden. Tidigare studier av Song et al (2000) visar att nyintroduktioner har en marknadsföringseffekt som i sin tur påverkar resultatet. Den vägda genomsnittliga kapitalkostnaden påverkas indirekt av utgifterna för nyintroduktionen genom exempelvis advokatkostnader och transaktionskostnader. Vidare menar Song et al (2000) att delar av introduktionskostnaderna istället kan benämnas som marknadsföringskostnader och därmed sänka kostnaden för kapitalet. Företag som introduceras på börsen sänker därför generellt sin kapitalkostnad och förbättrar därigenom redovisat resultat.

Resultat och lönsamhet är två begrepp som ofta missförstås. Det absoluta resultatets storlek är inte ett lämpligt mått på lönsamhet då ett företag med större resultat inte behöver vara mer lönsamt. Resultatet kan betraktas som räntan på företagets eget kapital. För att se om den är tillfredställande sätts det i relation till storleken på det egna kapitalet. Det ger ett mått på räntabiliteten på eget kapital. (Johansson, 1995) Detta mått är även av intresse för aktieägarna då det talar om hur deras kapital förräntats. Räntabilitetsmättet kan vara missvisande om ett bolag har förbrukat det egna kapitalet och därmed erhållit ett negativt eget kapital. (Dun & Bradstreet¹⁰) Den framräknade avkastningen blir då enligt formeln för hög, om även resultatet är negativt, eftersom multiplikationen av två negativa faktorer ger en positiv produkt.

¹⁰ <http://dbinteractive.dbsverige.se/Sweden/Rad&tips/tolkstan.htm>

Resultatet efter finansiella intäkter i förhållande till totalt kapital ger företagets avkastning på totalt kapital. Detta nyckeltal påvisar hur effektivt företaget förvaltat kapitalet och hur det förräntats under året. Räntabilitetsmättet är ett generellt mått eftersom det kan jämföras med andra företag i liknande branscher. Avkastningen på totalt kapital kan brytas ned i vinstmarginal och kapitalomsättningshastighet. Vinstmarginalen beräknas som resultat efter finansiella intäkter dividerat nettoomsättningen och är ett mått på yttre effektivitet. Ju högre procenttal desto bättre går företaget. Kapitalomsättningshastigheten beräknas som nettoomsättningen genom totalt kapital. (Belfrage & Carlberg, 2004) En hög kapitalomsättningshastighet tyder på effektivitet inom företaget. Företaget kan således nå en hög räntabilitet på totalt kapital genom att endera höja vinstmarginalen eller kapitalomsättningshastigheten.

Kooli och Suret (2004) studerar nyintroducerade företags prestation på lång sikt. Författarna definierar lång sikt som fem år efter nyintroduceringen och drar slutsatsen att nyintroduktioner efter vald tidsperiod underpresterar trots hög initial avkastning. Därtill argumenterar författarna att den bransch som företaget verkar i kan spela roll för dess avkastningsutveckling. Emellertid betonar Kooli et al (2006) att den enskilde investeraren till slut själv bär det överhängande ansvaret för att skilja på nyintroducerade företag med högt och lågt värde. Detta kan kopplas samman med den teori som presenteras i avsnitt [2.2 Effektiva marknader] vilken klargör att vissa investerare lägger för stor vikt vid aktuell information och för lite vid historisk information, vilket kan leda till börsbubblor, flockbeteende och överdriven volatilitet. (Samuels et al, 1999) Kooli et al (2006) anser att resultatet av deras studie påvisar vissa frågetecken gällande hur tidigare forskning tolkat underprestationen av nyintroducerade företag på lång sikt då Kooli et al (2006) inte erhåller statistisk signifikans i alla mätmetoder av materialet. Enligt Jenkinson et al (2000) kan detta bero på att det inte går att mäta långsiktig prestation på ett lämpligt sätt.



3 Metod

Detta kapitel beskriver, diskuterar och motiverar det tillvägagångssätt som användes för uppsatsen. Med detta avses att redogöra för och underbygga de val som gjorts berörande datainsamling och metodval för att genomföra studiens teori- och analyskapitel. Vidare motiveras de förklaringsvariabler som ligger till grund för studiens statistiska undersökning utifrån vad som presenterats i den teoretiska referensramen. På så vis utgör studiens metodkapitel en sammankopplande länk mellan den teori och analys som finns i studien.

3.1 Metodval

Gällande metodval finns möjligheten att tillämpa en explorativ, deskriptiv eller hypotestestande metod vid genomförandet av en studie. Valet av den metod som används beror på problemets karaktär och författarnas tidigare kunskap. När författarna inte har någon klar kunskap av ämnesvalet och det är svårt att begränsa problemområdet är det lämpligt att välja en explorativ ansats. Omvänt gäller för ett deskriptivt metodval och används när problematiken redan är väl strukturerad. Gällande hypotestestande ansatser bör författarnas tidigare kunskap vara utvecklad och tillämpas för att göra antaganden baserade på redan befintlig teori (Patel & Davidsson, 1994).

Eftersom uppsatsen delvis berör ett problemområde som tidigare studerats på andra marknader än den svenska, samtidigt som studien innefattar områden där det inte förekommit mycket forskning, användes både beskrivande och undersökande inslag i uppsatsen för att strukturera datainsamlingen. Därmed var de explorativa och deskriptiva metodvalen lämpliga för studien. Inledningsvis användes den explorativa, beskrivande ansatsen för att sedan strukturera problemet med en deskriptiv, undersökande metod. I sammanhanget poängteras att studien mestadels är uppbyggd efter en deskriptiv ansats, eftersom analysdelen genomfördes efter det att problemet strukturerats och beskrivits.

3.2 Forskningsansats

Det har förekommit ett flertal forskningsansatser i vilken den positivistiska traditionen utgör en viktig sådan. Detta förhållningssätt baseras på tillförlitlig forskning och logik som härrör från olika resultat av mätningar. Utifrån detta tillvägagångssätt urskiljs tre olika ansatser vilka kan sammankoppla empiri och teori på ett lämpligt vis: deduktion, induktion och abduktion (Eriksson & Wiedersheim-Paul, 1997).



Med en deduktiv ansats menas att slutsatser berörande ett specifikt område dras från redan existerande teorier och allmänt vedertagna principer (Patel et al, 1994). Således anses ett deduktivt angreppssätt bidra till att objektiviteten i studien blir hög eftersom slutsatserna skall vara sammankopplade med redan existerande teorier. Då inte några personliga värderingar gjordes i fastställandet av hur aktiekursen för ett nyintroducerat bolag utvecklades var ett deduktivt angreppssätt lämpligt. Vidare fanns ingen möjlighet att inta en subjektiv inställning eftersom studien till stora delar byggde på kvantitativ data från årsredovisningar och börsinformation. Emellertid användes detta angreppssätt med försiktighet eftersom det fanns en risk att inte komma fram till någon ny kunskap då deduktiv forskning baseras på redan existerande teorier och allmänt vedertagna principer. Det induktiva angreppssättet utgår från empirisk data. En studie som har en sådan ansats drar följaktligen sina slutsatser från den empiri som sammanställts under arbetets process. På så vis riskerar ett induktivt förhållningssätt att frambringa subjektiva värderingar i de slutsatser som fastställs och kan därmed ses som en motsats till den deduktiva ansatsen. (Patel et al, 1994) Med anledning av den objektiva inställningen gentemot studien kunde ett induktivt förhållningssätt inte appliceras, trots att analysdelen av uppsatsen var av central betydelse.

Eftersom varken den deduktiva eller induktiva forskningsansatsen kunde tillämpas enskilt på studiens problem med anledning av uppsatsens objektiva och nyskapande förhållningssätt, var det nödvändigt att använda en kombination. Då abduktion utgör en sådan blandning (Patel & Davidsson, 2003) ansågs det lämpligt att använda denna forskningsansats. Från det deduktiva förhållningssättet hämtades således den objektiva aspekten medan den induktiva delen bidrog till de empiriska slutsatserna.

3.3 Överväganden berörande metodval

Som beskrivits användes ett explorativt och deskriptivt metodval vid genomförandet av studien. För att besvara problemformulering genom ett sådant förhållningssätt finns två olika slag av information och utgörs av kvalitativ och kvantitativ data. Berörande kvantitativ information består den av så kallad hård data och kan exempelvis bestå av ett företags vinstmarginal eller kapitalomsättningshastighet (Eriksson et al, 1997). Sådana studier ställer höga krav på rapportens metodavsnitt eftersom efterföljande läsare, om så önskas, skall ha möjligheten att testa studiens resultat och komma fram till en liknande konklusion (Lindblad, 1998). Gällande kvalitativa data är informationen av mjuk natur och kan utgöras av arbetstrivsel eller god funktion (Eriksson et al, 1997). I en sådan studie kan läsaren själv dra sina slutsatser från författarnas analysavsnitt och därigenom skapa sitt eget förhållningssätt gentemot studien (Lindblad, 1998).

Vid genomförandet av uppsatsen valdes ett kvantitativt tillvägagångssätt eftersom studiens centrala delar baserades på den genomförda undersökning. Teorin betonar att resultatet av kvantitativa rapporter kan nyttjas som en redogörelse för faktiska förhållanden. Omvänt gäller för kvalitativa studier där både det statistiska urvalet är mindre och resultatet kan tolkas och nyanseras (Lindblad, 1998).

Ovanstående diskussionen visar att det kvantitativa förhållningssättet var lämpligt för studien eftersom finansiell data från årsredovisningar och OMX visar faktiska förhållanden för de bolag som nyintroducerades på Stockholmsbörsen. Vidare presenterades hur dessa förhållanden påverkade företagens framtida aktiekursutveckling.

3.4 Insamling av data

Information kan delas upp i två kategorier; primär- och sekundärdata. Den fakta som redan finns tillgänglig och samlats in för ett annat ändamål än studien i sig kallas för sekundärdata. Primärdata utgörs istället av sådan information som författaren själv inhämtat för ett bestämt ändamål (Eriksson et al, 1997). Sekundär information samlas in från redan existerande dokument, artiklar och litteratur. Ingen av de två kategorierna är bättre än den andre men författarna måste säkerställa att informationen besvarar vald frågeformulering i relation till de resurser och den tid som finns tillgänglig (Davidsson et al, 1994).

Studien baserades på information av sekundär karaktär vilken användes för att genomföra uppsatsens analys. Genom litteraturstudier, vetenskapliga artiklar, tidigare uppsatser och relevant Internetdata, strukturerades en teoretisk referensram. Denna utgör bakgrunden till de motiveringar och förklaringar som beskrivs i avsnitt [3.5.1 Val av förklaringsvariabler] gällande vilka förklaringsvariabler som användes i den statistiska undersökningen. I sammanhanget uppkom vissa problem med referenser berörande den teoretiska referensramen. Även om det fanns tidigare forskning om nyintroducerade företag på börsen var denna information enbart av snarlik karaktär och innefattade inte uppsatsens huvudområde. Därmed lades betydande tid på informationssökning.

Uppsatsen bygger således till stor del på kvantitativ, sekundär data som användes i en statistisk undersökning för att finna förklaringsvariabler med eventuella samband med nyintroducerade företags framtida aktiekursutveckling. För att erhålla ett resultat av undersökningen erfordrades information från bolagens årsredovisningar. I dessa rapporter studerades företagens resultat- och balansräkningar efter finansiell data. Därtill användes vid behov Börsguiden, Affärsvärldens generalindex och Bolagsverkets informationstjänst för kompletterande information berörande nyintroduktionerna.



Den sekundära informationen, i form av finansiell data från bolagens årsredovisningar och data från OMX, strukturerades i olika förklaringsvariabler för att genomföra två multipla regressionsanalyser genom SPSS, beskriven i avsnitt [3.5.2 Genomförande av statistisk undersökning]. Då studien även innefattade företag som köpts upp, sammanslagits eller avnoterats, uppkom svårigheter att finna finansiell data berörande dessa bolag. För att lösa problemet användes databasen Six Trust, informationsavdelningen på OMX och tidigare forskning gällande företag som nyintroducerats på börsen. Vid de tillfällen då information inte gick att finna, kontaktades företagen telefonledes. I sammanhanget förekom ett bortfall, då finansiell data från Viking Telecom AB inte gick att ta del av. Därtill kunde viss information berörande Eniro AB inte erhållas. Trots att denna information utelämnades påverkades inte signifikansen i den statistiska analysen eftersom tillräckligt många företag ändå inkluderades i studien. I Eniro ABs fall användes tillgänglig finansiell information vid regressionsanalysen.

Även sådana förklaringsvariabler som inte kunde klagöras genom bolagens årsredovisningar eller OMX strukturerades. Dessa utgjordes framförallt av hur mediebevakningen påverkat bolagets utveckling och hur dess aktiekurs utvecklades i förhållande till index för den bransch som bolaget tillhörde. Genom databasen Mediarkivet erhöles information av intresse berörande mediebevakningen. Gällande hur företagets aktiekurs utvecklats i förhållande till branschindex användes information från Affärsvärldens branschindex, som fanns att tillgå på Affärsvärldens hemsida.

3.5 Empiriskt angreppssätt

Avsnitt [3.4 Insamling av data] beskriver det *generella* tillvägagångssättet för att erhålla lämplig sekundär data till studiens förklaringsvariabler. Detta kapitel redogör för och motiverar den statistiska undersökningen och beskriver den *specifika* insamlingen av material för respektive förklaringsvariabel. Vidare presenteras de beräkningar som genomförts för förklaringsvariablerna.

Varje förklaringsvariabel berör 36 nyintroducerade företag (exklusive Viking Telecom AB) på Stockholmsbörsens A- och O-lista under åren 2000 och 2005. Den statistiska undersökningen avsåg att granska om det förelåg några samband mellan förklaringsvariablerna och bolagens aktiekursutveckling rensad mot branschindex. Det insamlade materialet möjliggjorde en kategorisering av nyintroduktionerna efter hur bra ett företags aktiekurs utvecklats på börsen i förhållande till sitt branschindex ett år efter nyintroduktionen. Skälet till att rensa med branschindex var att kursutvecklingen skulle ställas i relation till hur marknaden utvecklades under samma tidsperiod för att se om



aktien utvecklades bättre än marknaden i övrigt. Risken med ett sådant förhållningssätt är att företagen inte alltid stämmer överens med den bransch de tillhör. Trots det ansågs det vara en metod som bidrar till en undersökning med hög tillförlitlighet i förhållande till tiden det tog att samla in nödvändig data.

Hur bra en akties kursutveckling var i den undersökta tidsperioden har definierats på två skilda sätt. Dessa är de beroende variablerna i respektive regressionsmodell. Den första definitionen är kursutveckling rensad mot branschindex och visar hur kursutvecklingen varit från nyintroduktionskursen till slutkursen ett år senare rensat mot respektive branschindex. Den formel som användes för denna definition var som följer:

$$\left[\frac{\text{Slutkurs ett år efter nyintroduktionen}}{\text{Nyintroduktionskursen}} - 1 \right] - \left[\frac{\text{Affärsvärldens Branschindex ett år efter nyintroduktionen}}{\text{Affärsvärldens Branschindex första handelsdagen}} - 1 \right]$$

Denna definition passade inte till alla förklaringsvariabler. Därför skapades en andra definition där kursutvecklingen sågs som slutkursen första handelsdagen i relation till slutkursen för handelsdagen ett år senare rensat mot branschindex. Formeln som användes för denna definition var:

$$\left[\frac{\text{Slutkurs ett år efter nyintroduktionen}}{\text{Slutkurs första handelsdagen}} - 1 \right] - \left[\frac{\text{Affärsvärldens Branschindex ett år efter nyintroduktionen}}{\text{Affärsvärldens Branschindex första handelsdagen}} - 1 \right]$$

Anledningen till att använda olika definitioner på nyintroduktionernas aktiekursutveckling berodde på att formeln till förklaringsvariablerna grad av underprissättning och introduktionskurs innefattar den initiala prissättningen av aktierna. Eftersom även den första definitionen på hur väl en nyintroduktion lyckades beror på den initiala prissättningen, ansågs det olämpligt att testa sambandet mellan dessa. Dessutom finns det ingen information om underprissättningen innan nyintroduktionen sker, vilket gör det ointressant att undersöka dess effekt under perioden från nyintroduktionen och ett år efter.

3.5.1 Val av förklaringsvariabler

Med förklaringsvariabler avses således de oberoende variabler som eventuellt kunde ha ett samband med hur ett företags aktiekurs utvecklades i relation till dess branschindex ett år efter nyintroduktionen på Stockholmsbörsen. De förklaringsvariabler som valdes är de som presenteras i nedanstående kapitel. Vidare motiveras varför varje förklaringsvariabel har valts samt tillvägagångssättet att inhämta data till dessa variabler.



3.5.1.1 Introduktionsdatum

Av teorin att döma går åsikterna isär huruvida introduktionsdatumet spelar roll för bolagets aktiekursutveckling på börsen varför det ansågs intressant att undersöka variabeln. Därmed togs data gällande nyintroduktionerna fram genom att beställa informationen från OMX. Emellertid uppgav OMX att de inte ansvarade för att den information som de skickade var korrekt. För att säkerställa att materialet stämde med verkligheten kontrollerades informationen mot databasen Six Trust och två uppsatser som berört liknande frågeställningar. Den första uppsatsen är författad av Lindstein och Öh (2005) och utgörs av en kvantitativ analys av nyintroduktionerna på Stockholmsbörsen mellan åren 2000 och 2005. Den senare uppsatsen handlar om underpris och långsiktig prestation av nyintroducerade aktier på Stockholmsbörsen och är skriven av Andersson och Persson (2005). Genom dessa kontrollsteg försäkrades att det ihopsamlade materialet var trovärdigt och beständigt.

3.5.1.2 Introduktionskurs

Den teoretiska referensramen indikerar att introduktionskursen spelar roll för bolagets utveckling på börsen. Med anledning av detta valdes introduktionskursen som förklaringsvariabel. Skulle det visa sig att introduktionskursen hade ett samband med aktiens fortsatta kursutveckling borde resultatet vara användbart för såväl investerare som företaget självt. Introduktionskurserna insamlades och kontrollerades på samma sätt som i avsnitt [3.5.1.1 Introduktionsdatum].

3.5.1.3 Underprissättning

Då det finns både för- och nackdelar med att underprissätta aktien vid en nyintroduktion valdes att använda underprissättning som en möjlig förklaringsvariabel för undersökningen. Att underprissättningen påverkar aktiepriset på lång sikt ifrågasattes eftersom aktiekursen borde baseras på dagens värde av företaget och inte det pris aktien hade vid nyintroduktionen. Emellertid har Fernando et al (2005) liksom Boubakri et al (2005) argumenterat för att introduktionspriset kan påverka ett företags fortlevnad. Med detta i åtanke borde även underprissättning påverka företagens framtid, vilket i så fall är av intresse för alla intressenter.

Eftersom åsikterna går isär undersöktes graden av underprissättning för varje företag som nyintroducerades. Genom att studera bolagens introduktionskurser vid nyintroduceringen och sedan jämföra dem med slutkursen för första handelsdagen kunde graden av underprissättningen för respektive företag beräknas. Informationen berörande initial prissättning och slutkursen för första handelsdagen för respektive bolag insamlades och

kontrollerades på samma sätt som i avsnitt [3.5.1.1 Introduktionsdatum] för att säkerställa materialets trovärdighet och beständighet.

Formeln som användes för att beräkna underprissättningen visar hur mycket lägre introduktionskursen var än slutkursen första handelsdagen och är som följer:

$$1 - \frac{\text{Ny introduktionskursen}}{\text{Slutkurs första handelsdagen}}$$

3.5.1.4 Kapitalstruktur

Genom att studera kapitalstrukturen avsågs att undersöka om det fanns ett samband mellan den kapitalstruktur som de nyintroducerade bolagen hade och aktiekursutvecklingen. Således utgjorde företagens finansiering en förklaringsvariabel i undersökningen. Årsredovisningarna för respektive företag söktes fram på bolagens hemsidor på Internet. I vissa fall hade företagen köpts upp eller slagits samman vilket innebar svårigheter att få fram den finansiella informationen. Genom att beställa resterande årsredovisningar från Bolagsverket kunde data från alla företag utom Viking Telecom AB erhållas. Som tidigare nämnts betraktades därmed Viking Telecom AB som bortfall.

Vidare studerades varje företags balansräkning för att erhålla relationen mellan företagets skulder och eget kapital. Eftersom årsredovisningarna för respektive bolag var av skiftande upplägg valdes att beräkna relationen mellan bolagets totala skulder och eget kapital året innan nyintroduceringen. Således ingick både långfristiga- och kortfristiga skulder och därmed även räntebärande- och icke räntebärande skulder i beräkningarna. Förvisso vore det mer lämpligt att justera balansräkning, men med anledning av den begränsade tidsperioden för uppsatsen var detta inte möjligt.

I sammanhanget understryks att beräkningarna gällande kapitalstruktur följde ett identiskt mönster där samma variabler användes. Gällande Oriflame Cosmetics S.A. och Unibet Group Plc hade posterna i balansräkningen en annan valuta än SEK. Oriflame Cosmetics S.A. använde USD [7.07 SEK] och i Unibet Group Plc GBP [13.36 SEK] som valuta för respektive poster. Kurserna i SEK för den utländska valutans visas ovan och inhämtades 2006-11-17. (Dagens Industri¹¹) Grundläggande för uppsatsen var således enhetlighet och struktur med avsikten att frambringa en generaliserbar studie. De uträkningar som vidare berörs av USD och GBP har samma valutakurser som presenterats.

¹¹ www.di.se/Nyheter/

3.5.1.5 Eget kapital och avkastning på eget kapital

Eget kapital påverkas av verksamhetens resultat då ägarna tillför eller tar ut pengar från företaget. (Bokföringsnämnde ¹²) Eftersom posten utgörs av skillnaden mellan verksamhetens tillgångar och skulder kan eget kapital ses som det redovisade värdet på företaget. Med anledning av detta ansågs det troligt att posten har ett samband med marknadsvärdet på företaget. Om det redovisade värdet har en koppling till aktiekursens utveckling är däremot svårare att förutsäga och testades därför i undersökningen.

Avkastning på eget kapital är en förklaringsvariabel i uppsatsen eftersom den påvisar hur effektivt ägarkapitalet förvaltas. Detta borde vara av intresse för nya potentiella investerare då räntabilitet på eget kapital ger en indikation på hur deras eventuella kapital kommer att förvaltas. Att undersöka om det fanns ett samband mellan räntabilitet på eget kapital och aktiekursutvecklingen var således intressant. Materialet inhämtades på samma sätt som i avsnitt [3.5.1.4 Kapitalstruktur] och beräknades genom formeln nettoresultat dividerat med eget kapital. Som tidpunkt för respektive beräkning valdes räntabiliteten på eget kapital ett år innan nyintroduceringen för varje företag. I de fall då räkenskapsåret var brutet användes den årsredovisning som presenterades närmast nyintroduktionsdatumet.

Om företaget underpresterar och förbrukar sitt aktiekapital heter det att företaget har negativt eget kapital. (Dun & Bradstreet¹³) Företagen Mind, Tele1, Oriflame Cosmetics S.A. och Scandinavia Online AB uppvisade ett negativt eget kapital i sina årsredovisningar året innan nyintroduceringen. Räntabilitet på eget kapital kan då ge en missvisande bild eftersom ett företag som förbrukat delar av sitt aktiekapital uppvisar en högre avkastning på samma resultat som ett företag med högre grad av eget kapital. Då företaget har negativt eget kapital och presterar ett negativt resultat för året blir måttet totalt vilseledande eftersom företaget ändå får en positiv avkastning vid beräkningar med formeln. På grund av detta exkluderades företagens poster berörande räntabilitet på eget kapital från regressionsanalysen för att inte förvränga det statistiska resultatet. Företagens övriga förklaringsvariabler medtogs då det inte förelåg något problem med dessa.

3.5.1.6 Avkastning på totalt kapital

Effektivitetsaspekten var intressant varför räntabilitet på totalt kapital användes som förklaringsvariabel i undersökningen. Materialet insamlades på samma sätt som i avsnitt [3.5.1.4 Kapitalstruktur]. Räntabiliteten på totalt kapital beräknades på de poster som

¹² http://www.bfn.se/index.asp?redovisning/BFN_REK/bfn_r11.asp

¹³ <http://dbinteractive.dbsverige.se/Sweden/Rad&tips/tolkstan.htm>

fanns ett år innan företaget nyintroducerades på börsen och beräknades med nedanstående formel:

$$\text{Vinstmarginal} * \text{Kapitalomsättningshastighet}$$

Därtill valdes att bryta ned måttet till vinstmarginal och kapitalomsättningshastighet för att få en djupare förståelse om det visade sig att effektivitetsfaktorn hade ett signifikant samband. Vinstmarginal och kapitalomsättningshastighet beräknades på de poster som fanns ett år innan företaget nyintroducerades på börsen. Genom att dividera företagets resultat med omsättningen erhöles vinstmarginalen, medan kapitalomsättningshastigheten kalkylerades genom att dividera omsättningen med totalt kapital.

Räntabilitet på totalt kapital är ett bra mått för att jämföra effektiviteten för bolag i samma bransch. Emellertid var undersökningen inte branschspecifik för denna förklaringsvariabel. Istället jämfördes alla undersökta företag mot varandra i studien.

3.5.1.7 Företagens storlek och resultat

Boubakri et al (2005) använder storleken på det riskkapital som tillförs vid en nyintroduktion som ett storleksmått. Emellertid behöver det inte finnas ett direkt samband mellan bolagens storlek och deras tillförda riskkapital. Europeiska Unionens sammanfattning och lagstiftning för verksamhetsområden definierar mikroföretag och små företag genom antalet anställda och årsomsättning eller balansomslutning. (Europeiska Verksamhetsområden¹⁴). I denna uppsats valdes därför bolagens omsättning som definition på storlek. Företagens omsättning användes som en förklaringsvariabel i undersökningen eftersom den ansågs utgöra ett mått både på prestation och storlek.

För att få en rättvis helhetsbild jämfördes bolagen med varandra i undersökningen. Det var intressant att se huruvida omsättningen hade ett samband med hur nyintroduktionen föll ut och om mindre eller större bolag lyckades bättre på börsen. Materialet insamlades på samma sätt som i avsnitt [3.5.1.4 Kapitalstruktur] med skillnaden att företagets resultaträkningar studerades istället för deras balansräkningar.

Även det redovisade resultatet för respektive bolag ansågs vara ett intressant mått för att förutse hur bra ett nyintroducerat företag lyckas på börsen eftersom det är ett mått på vad företaget presterat det senaste året. Medvetenhet förelåg att det med ett redovisningsmått medföljde risker att erhålla missvisande information. Trots detta användes redovisat resultat som förklaringsvariabel eftersom det inte fanns tid att omformulera

¹⁴ <http://europa.eu/scadplus/leg/sv/lvb/n26026.htm>



resultaträkningarna för alla 36 företag som ingick i undersökningen. Dessutom är detta den information som många mindre investerare antas använda och basera sina investeringsbeslut på.

3.5.1.8 Mediebevakning

Den ökade medvetenheten hos investerarna ansågs, som ett resultat av mediebevakningen, vara av intresse för uppsatsen. Eftersom forskning berört hur media påverkar företag och dess aktier vid en nyintroduktion användes mediebevakningen som en förklaringsvariabel för att finna eventuella samband mellan uppmärksamhet och aktiekursutveckling. För att likställa undersökningen för alla 36 företag användes samma databas, Mediearkivet, med identiskt medieurval. Eftersom uppsatsen belyste en frågeställning som berör Stockholmsbörsen användes enbart svenska medier i urvalet. Möjligheten fanns att även utländska medier uppmärksammar nyintroduktioner på Stockholmsbörsen och att detta kan ha påverkat det statistiska resultatet. Att enbart använda svenska medier i undersökningen fyllde dock samma funktion, eftersom helhetstendensen i granskningen var densamma.

Genom undersökningen granskades hur många sökträffar som uppkom för ett specifikt bolag från dagen ett år innan nyintroduktionen till dagen innan nyintroduktionen. Anledningen till valet av tidsintervall berodde på att introduktionsdagen i sig frambringade ett relativt stort antal träffar i databasen, vilket inte var av intresse för uppsatsen. Istället studerades hur mediebevakningen *innan* själva introduktionen påverkade aktiekursutvecklingen. Genom att använda företagets mest kända benämning (och samtidigt utelämna förkortningen AB) och se hur många gånger det förekom i rubriker och ingresser för valda medier under beskriven tidsperiod, erhöles undersökningsresultatet. I de fall då det inte kunde avgöras huruvida vilka delar av företagets namn som var allmänt vedertaget användes båda alternativen. Sökträffarna jämfördes sedan för att försäkra att resultatet kunde likställas oberoende av vilket namn på företaget som användes i sökningen.

3.5.2 Genomförande av statistisk undersökning

För att möjliggöra en analys av det insamlade materialet genomfördes en statistisk analys i syfte att finna eventuella samband mellan förklaringsvariablerna och hur bra de olika nyintroduktionerna lyckades. Genomförandet av undersökningen kan betraktas som objektiv eftersom beräkningarna gjorts med strikt enhetlighet och utan påverkan från någon annan. Vidare fanns det ingen möjlighet att inta en subjektiv inställning till det insamlade materialet eftersom studien byggde på kvantitativ data från årsredovisningar. Den statistiska analys som genomfördes avslutades med två multipla regressionsanalyser.

Anledningen till att multipel regressionsanalys användes var att en sådan modell kan inkludera flera olika oberoende variabler och deras påverkan på den beroende variabeln. Eftersom metoden är i linje med uppsatsens syfte föreföll den vara lämplig för genomförandet av uppsatsen, vilket även bekräftades vid planeringsrapportseminariet och diskussioner med statistiker. I uppsatsen framställs och analyseras endast resultatet från regressionsanalyserna utan att lägga någon värdering i undersökningen. Ekvationen för en sådan multipel regression är som följer:

$$y = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_k x_k + e$$

där x representerar de observerade variablerna, e är feltermen i modellen och β_0 är en konstant som visar funktionens intercept med y -axeln. β -värdet är koefficienterna på de förklaringsvariabler som har ett samband med nyintroduktionernas aktiekursutveckling. (Kvanli, Guynes & Pavur, 1996)

Undersökningen genomfördes med hjälp av statistikprogrammet SPSS och till största del med dess funktion stegvis multipel regression. Funktionen innebär att variabler som inte är signifikanta utesluts från modellen en åt gången. Den slutliga modellen består enbart av de oberoende variabler som har ett signifikant samband med den beroende variabeln och dessutom inte är starkt korrelerade med övriga oberoende variabler. (Kvanli et al, 1996) De variabler som visades ha ett samband med kursutvecklingen med en signifikans närliggande 90 % plottades i ett diagram för att göra det möjligt att avgöra om de eventuella sambanden var linjära eller exempelvis exponentiella. Av de plottade diagrammen framgick att de samband som fanns lämpligast beskrevs som ett linjärt samband.

Utvalda förklaringsvariabler sattes in som oberoende variabler och de två olika definitionerna av kursutvecklingen rensad mot index användes som beroende variabel i respektive regressionsmodell. I analysen har signifikansnivå bestämts till 95 %. Således måste det vara med minst 95 % säkerhet som en förklaringsvariabel verkligen påverkar kursutvecklingen för att den aktuella variabeln ska anses ha haft ett samband med kursutvecklingen.

Gällande förklaringsvariabeln introduktionsdatum valdes kvartalet som nyintroduktionen skedde i att användas som förklaringsvariabel. Anledningen till att inte använda månad, vecka eller annan mer exakt variabel grundade sig i att urvalet var relativt litet. I vissa av månaderna skedde inte några nyintroduktioner under den undersökta tidsperioden. Därför

ansågs det vara bättre att dela upp året i kvartal för att öka antalet observationer i varje period och därigenom göra eventuella samband mer tillförlitliga. I undersökningen användes kvartalen som DUMMY-variabler. Exempelvis tilldelades kvartalet januari-mars värdet 1 för alla nyintroduktioner som skedde i detta intervall och värdet 0 för alla andra nyintroduktioner. Perioden oktober-december användes som referensgrupp och ingick inte som en enskild förklaringsvariabel i den multipla regressionsanalysen, eftersom den indirekt ingick i de andra variablerna om alla tre föregående perioder erhöll värdet 0.

Efter diskussioner med både statistiker och forskare inom finans på Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet, beslutades, som nämnts, att använda ett upplägg av den statistiska analysen i två huvuddelar. Anledningen till att inte använda endast en multipel regressionsanalys berodde på att förklaringsvariablerna introduktionskurs och underprissättning var starkt kopplade till kursutvecklingen rensad mot branschindex. Introduktionskursen var den kurs som slutkursen ett år efter nyintroduktionen jämfördes med. Således vore det olämpligt att undersöka om dessa två har ett samband, eftersom de delvis baserades på samma data och därmed måste ha något samband med varandra. Detsamma gällde för grad av underprissättning som egentligen var den avkastning som aktien gav under första handelsdagen. Eftersom denna avkastning inkluderades i kursutvecklingen rensad mot branschindex var det även i detta fall självklart att graden av underprissättning även påverkar kursutvecklingen rensad mot branschindex. Med anledning av detta genomfördes en multipel regressionsanalys där den beroende variabeln var kursutvecklingen rensad mot branschindex och förklaringsvariablerna introduktionskurs och grad av underprissättning med ovanstående motivering exkluderades. En andra multipel regressionsanalys genomfördes där alla förklaringsvariabler testades mot kursutvecklingen mellan första handelsdagens slutkurs och slutkursen dagen ett år efter nyintroduktionen som beroende variabel. I den andra multipla regressionsanalysen var det möjligt att inkludera introduktionskurs och grad av underprissättning som förklaringsvariabler eftersom den beroende variabelns värde inte var baserad på samma data som de två förklaringsvariablerna.

I den statistiska undersökningen inkluderades extremvärden eftersom dessa är faktiska värden på de nyintroducerade bolagen. Att utesluta sådana värden kan ge en felaktig bild av problemområdet och påverka objektiviteten i studien negativt. Analysen av studiens resultat baserades inte bara på vilka variabler som hade ett samband med nyintroduktioner och deras aktiekursutveckling, utan också varför andra variabler inte hade detta samband.



4 Analys

I följande kapitel presenteras de resultat som erhållits av den statistiska undersökningen. Kapitlet inleds med statistiska analyser av förklaringsvariablernas inverkan på båda definitionerna av kursutvecklingen. Därefter analyseras förklaringsvariablerna enskilt utifrån de som visat sig ha inverkan på kursutvecklingen och de som inte visade ett sådant samband. Analysen grundar sig på den statistiska undersökningen och den teoretiska referensramen och utgör basen för de slutsatser som presenteras i kapitel [5 Slutsatser och rekommendationer].

4.1 Inledning

Det statistiska resultatet baserades på det insamlade empiriska materialet som visas i Appendix I. Resultatet av undersökningen delades upp i *Resultat av multipelregressionsanalys 1* och *Resultat av multipel regressionsanalys 2*. I analys ett användes första definitionen¹⁵ av kursutvecklingen, medan analys två använde den andra definitionen¹⁶ av kursutvecklingen. Analys ett berör således vilka eventuella samband som kunde identifieras med den data som var tillgänglig innan nyintroduceringen och första definitionen på kursutvecklingen. Analys två belyser de eventuella samband som kunde identifieras med data som fanns tillgänglig fram till slutet på första handelsdagen och andra definitionen på kursutvecklingen.

Resultat av multipel regressionsanalys 1 och *2* utgår ifrån två multipla regressionsmodeller med 95 % signifikans. I dessa avsnitt presenteras resultaten av de multipla regressionsanalyserna och innebörden av dessa resultat. Förklaringsvariabler med en signifikans understigande 95 % analyseras inte i dessa avsnitt.

Efter *Resultat av multipel regressionsanalys 1* och *2* analyseras förklaringsvariablerna mer djupgående i *Förklaringsvariabler med inverkan* och *Förklaringsvariabler utan inverkan*. Dessa avsnitt är uppdelade efter de som hade inverkan på aktiekursutvecklingen med 95 % signifikans och de som inte hade ett signifikant samband. Analysen belyser även de samband som möjligtvis hade kunnat inkluderas i en modell med 90 % signifikans, eftersom dessa också kan tänkas ha någon form av samband. Vidare behandlas varför samband påvisats eller uteblivit och hur dessa resultat

¹⁵ Kursutveckling rensad mot branschindex mellan nyintroduktionen och slutkursen ett år efter.

¹⁶ Kursutveckling rensad mot branschindex mellan slutkursen första handelsdagen och slutkursen ett år efter.



kan användas av investerare vid framtida investeringsbeslut. Avslutningsvis presenteras en sammanfattande analys av resultatet.

4.1.1 Resultat av multipel regressionsanalys 1

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,300	,142		2,116	,044
	April-Juni	-,433	,191	-,400	-2,266	,032

a. Dependent Variable: Kursutveckling rensad mot Affärsvärdens Branschindex

Modellen visar att förklaringsvariabeln introduktionsdatum mellan perioden april-juni hade ett negativt samband med nyintroduktionernas aktiekursutveckling. Signifikansen för att variabeln verkligen hade ett samband var 96,8 %. Formeln som, med data från denna studie, förklarar kursutvecklingen bäst är:

$$y=0,300-0,433x_1$$

där 0,300 är en konstant med en signifikans av 95,6% vilket också är tillräckligt om hänsyn tas till kraven som bestämts för studien. Koefficientvärdet -0,433 innebär att de nyintroduktioner som skedde mellan april och juni hade en kursutveckling som var 43,3 % sämre än kursutvecklingen för nyintroduktioner som skedde mellan oktober och december, som var referensgrupp för DUMMY-variablerna. x_1 är värdet på DUMMY-variabeln som är 1 för de nyintroduktioner som skedde i perioden april-juni och 0 för alla andra nyintroduktioner.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,400 ^a	,160	,129	,51123

a. Predictors: (Constant), April-Juni

R-square, som visas i modellen ovan, är ett mått på hur stor del av variansen i kursutvecklingen som kan förklaras av den aktuella regressionsmodellen. (Pallant, 2001) För den första multipla regressionsanalysen blev värdet på detta mått 0,16. Således berodde 16 % av kursutvecklingen på om nyintroduktionerna skedde i april, maj eller juni istället för i någon av årets övriga månader.



Excluded Variables^b

Model		Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics
						Tolerance
1	Januari-Mars	,239 ^a	1,310	,202	,249	,909
	Juli-September	-,345 ^a	-1,826	,079	-,337	,803
	Kapitalstruktur året före Nyintroduktionen	,232 ^a	1,271	,215	,242	,915
	Eget Kapital året före Nyintroduktionen	,172 ^a	,965	,343	,186	,978
	Omsättning året före Nyintroduktionen	,178 ^a	,972	,340	,187	,934
	Resultat året före Nyintroduktionen	,162 ^a	,897	,378	,173	,967
	Mediebevakning	,134 ^a	,743	,464	,144	,966
	Avkastning på Eget Kapital året före Nyintroduktionen	-,283 ^a	-1,653	,110	-,308	,998
	Vinstmarginal året före Nyintroduktionen	,195 ^a	1,095	,284	,210	,971
	Kapitalomsättningshastighet året före Nyintroduktionen	-,029 ^a	-,160	,874	-,031	,976
	Avkastning på Totala Tillgångar	,080 ^a	,444	,661	,087	,988

a. Predictors in the Model: (Constant), April-Juni

b. Dependent Variable: Kursutveckling rensad mot Affärsvärldens Branschindex

Eftersom enbart perioden april-juni inkluderades i den slutgiltiga regressionsmodellen exkluderades alla andra potentiella förklaringsvariabler, vilket presenteras i ovanstående figur, då de inte ökade förklaringsgraden i modellen. Noterbart är att förklaringsvariablerna introduktionsdatum i perioden juli-september och avkastning på eget kapital också verkade ha någon form av negativt samband med kursutvecklingen. I en multipel regressionsmodell med lägre signifikansnivå än 95 %, hade möjligtvis vissa av dessa variabler inkluderats. Det bör också kommenteras att kolumnen *Tolerance* i tabellen ovan visar att förklaringsvariablerna inte har för hög multikollinaritet. Enligt Pallant (2001) ska *Tolerance* vara över 0,7 för att inte ha för hög multikollinaritet, vilket uppfylldes av alla förklaringsvariabler.

4.1.2 Resultat av multipel regressionsanalys 2

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,151	,103		1,462	,155
	April-Juni	-,296	,139	-,379	-2,130	,042

a. Dependent Variable: Kursutveckling rensad mot index, Slutkursförsta Handelsdagen till Slutkurs Handelsdagen ett år efter Nyintroduktionen

Även för den andra definitionen av kursutvecklingen, där introduktionskurs och underprissättning inkluderades, hade förklaringsvariabeln introduktionsdatum i perioden april-juni ett signifikant samband. Detta visas i ovanstående tabell. Signifikansnivån var i



denna modell 95,8 %, vilket kan jämföras med 96,8 % för den första regressionsanalysen. Den regression som bäst förklarar kursutvecklingen är:

$$y = 0,151 - 0,296x_1$$

där 0,151 är en konstant. Det intressanta i formeln är $-0,296x_1$, som är ett mått på hur mycket perioden april-juni påverkade hur väl nyintroduktionerna lyckades i förhållande till referensgruppen oktober till december. x_1 är värdet på DUMMY-variabeln april-juni, som antingen har värdet 0 eller 1. $-0,296$ betyder att de nyintroduktioner som skedde mellan april och juni har haft 29,6% sämre kursutveckling än nyintroduktioner som skedde mellan oktober och december.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,379 ^a	,144	,112	,37185

a. Predictors: (Constant), April-Juni

I den regressionsmodell som den statistiska analysen resulterade i var R-square 0,144 enligt ovanstående tabell. Detta betyder att modellen förklarade 14,4 % av kursutvecklingens varians. Berörande multikollinearitet var den tillfredsställande även för den andra regressionsmodellen då samtliga förklaringsvariabler hade värden som översteg 0,7, vilket kan utläsas av nedanstående tabell.



Excluded Variables^b

Model	Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics
					Tolerance
1					
Januari-Mars	-,012 ^a	-,064	,949	-,013	,909
Juli-September	-,319 ^a	-1,656	,110	-,309	,803
Kapitalstruktur året före Nyintroduktionen	,066 ^a	,350	,729	,068	,915
Eget Kapital året före Nyintroduktionen	,234 ^a	1,319	,199	,250	,978
Omsättning året före Nyintroduktionen	,229 ^a	1,257	,220	,239	,934
Resultat året före Nyintroduktionen	,212 ^a	1,179	,249	,225	,967
Mediebevakning	,175 ^a	,965	,344	,186	,966
Avkastning på Eget Kapital året före Nyintroduktionen	-,189 ^a	-1,060	,299	-,204	,998
Vinstmarginal året före Nyintroduktionen	,268 ^a	1,516	,142	,285	,971
Kapitalomsättningshastighet året före Nyintroduktionen	-,150 ^a	-,828	,415	-,160	,976
Avkastning på Totala Tillgångar	,142 ^a	,790	,437	,153	,988
Introduktionskurs	,254 ^a	1,452	,159	,274	,994
Grad av Underprissättning	,160 ^a	,848	,404	,164	,899

a. Predictors in the Model: (Constant), April-Juni

b. Dependent Variable: Kursutveckling rensad mot index, Slutkursförsta Handelsdagen till Slutkurs Handelsdagen ett år efter Nyintroduktionen

Följden av att introduktionsdatum i perioden april-juni var den enda förklaringsvariabel som ingår i den slutgiltiga modellen är att övriga förklaringsvariabler uteslöts med anledning av dess för låga signifikans. Exkluderade variabler från analysen visas i tabellen ovan. Introduktionsdatum i perioden juli-september, vinstmarginal och introduktionskurs är alla förklaringsvariabler som verkade ha ett samband med kursutvecklingen mellan första handelsdagens slut och kursen ett år efter. Dessa förklaringsvariabler hade en signifikans mellan 85 % och 95 % varför de inte ingår i den slutgiltiga regressionsmodellen, men berörs i kapitlets kommande delar.

4.2 Förklaringsvariabler med inverkan

I den första statistiska analysen framkom att det enbart var perioden april-juni som hade ett signifikant samband med kursutvecklingen. Detta kan kopplas samman med den teoretiska referensramen där det framgår att olika perioder under året har visat sig vara mer fördelaktiga att nyintroducera företag under. Undersökningen påvisade att april-juni hade sämre kursutvecklingar än genomsnittet för årets övriga månader. Detta innebär att det statistiskt var bättre att nyintroducera företagen under den övriga delen av året. I den



andra statistiska analysen blev resultatet också signifikant, men med en något lägre säkerhet.

I sammanhanget konstaterades att även vissa förklaringsvariabler som exkluderades från den multipla regressionsanalysen hade ett samband med kursutvecklingen. Dock var dessa förklaringsvariabler inte tillräckligt signifikanta för att inkluderas i en modell med 95 % signifikansnivå. Detta medför att perioden juli-september också verkade ha ett negativt samband med hur aktiekursen utvecklades, men med för låg signifikans (92,1 % och 89 % för respektive regressionsmodell) för att inkluderas i de slutgiltiga modellerna.

Av den teoretiska referensramen framgår att januari är en månad som brukar ha bättre avkastning för börsbolag. Huruvida januarieffekten har inverkan på nyintroduktioners kursutveckling under första året går inte att fastställa av den statistiska undersökningen eftersom urvalet av nyintroduktioner inte innehöll några företag som valde att nyintroduceras i januari. Emellertid kan januarieffekten eventuellt tänkas ha påverkat studien, då investerare tenderar att realisera vinster under årets tidiga månader. Således tyder det statistiska resultatet på att månaderna april-juni och juli-september var en sämre period att nyintroduceras under. Detta indikerar att det kan ha funnits ett positivt samband mellan förklaringsvariabeln januari-mars och kursutvecklingen. Med ett större urval kan möjligen ett sådant signifikant samband erhållas.

Med tanke på att den lägre avkastningen på nyintroduktioner mellan april och juni är ett relativt mått mot årets övriga månader, är det naturligt att avkastningen blir högre på de nyintroduktioner som sker under årets övriga månader. Det är känt, från den teoretiska referensramen, att aktiekurserna ofta är höga tidigt under året. Detta medför att nyintroduktioner som sker i dessa månader också har en större möjlighet till en hög aktiekurs under dagen då den avläses ett år efter nyintroduktionen. Resonemanget stämmer även överens med analysen från denna studie.

I undersökningen valde majoriteten av bolagen att nyintroduceras under juni månad vilket kan tyckas underligt om nyintroduktioner som genomfördes mellan oktober och mars hade en bättre kursutveckling. Detta tyder på att företagen nyintroduceras när det passar deras agenda, vilket också överrensstämmer med de tankar som Samuel et al (1995) har angående när företagen väljer att nyintroduceras. Därmed tyder det statistiska resultatet på att företagen inte lade någon vikt vid när de nyintroducerades och att detta agerande fick konsekvenser för aktiekursutvecklingen. Slutsatsen angående denna problematik är således att kursutvecklingen för de företag som nyintroducerades mellan april och juni hade en sämre utveckling än genomsnittet. Ett annorlunda agerande från



företagets ledning kan därmed anses vara lämpligt eftersom majoriteten av företagen sätter ett för lågt pris vid nyintroduktionen¹⁷. Att nyintroducera aktierna vid en annan tidpunkt än april till juni kan innebära en viss kompensation för det kapital som går förlorat om aktierna underprissätts *förutsatt* att företaget väljer att nyemittera aktier under året som följer efter nyintroduktionen.

4.3 Förklaringsvariabler utan inverkan

4.3.1 Introduktionskurs

Enligt den statistiska analysen fanns inte något signifikant samband mellan nyintroduktionskursen och den andra definitionen av kursutveckling. Enligt den teoretiska referensramen tenderar institutionella investerare att hellre investera i högre prissatta aktier än lågt prissatta aktier, kända som penny stocks. Vidare är institutionella investerare mer informerade än genomsnittliga investerare, vilket borde leda till att högre introduktionskurser är sammankopplade med bra kursutvecklingar. Detta resonemang grundar sig i att mer informerade investerare torde ha lättare att identifiera nyintroduktioner som kommer att ha en bra kursutveckling. Eftersom sådana investerare hellre investerar i aktier med höga introduktionskurser ansågs det troligt att det även skulle finnas ett samband mellan aktiekursutvecklingen och introduktionskursen. Ett sådant antagande baserades på att institutionella investerare kan tänkas ha en högre genomsnittlig avkastning än genomsnittet för övriga investerare. Om institutionella investerare då investerar i aktier med hög introduktionskurs vore ett sådant samband troligt. Gällande den statistiska undersökningen kunde ett sådant samband inte finnas med tillfredsställande signifikans. Emellertid föreföll sambandet troligt vid en analys av den multipla regressionsanalysen som visar ett samband med 86,1 % signifikans. Därmed är det med 86,1 % troligt att sambandet inte beror på slumpen. Bedömningen är att det kan finnas ett signifikant samband om undersökningen görs med ett större urval och under en annan tidsperiod.

Diskussionen kan även knytas samman med den analys som nedan presenteras för underprissättningen. Introduktionskursen borde inte spela någon roll efter den initiala delen av aktiehandeln. Efter att aktiens nyintroduktionspris har justerats till vad marknaden tycker att den är värd, är det detta värde som marknaden baserar sina köp- och säljbeslut på och inte vilket absolut värde aktien hade vid nyintroduktionen. Av analysen går det därmed inte att konstatera att nyintroduktionskursen inverkar på aktiernas framtida kursutveckling.

¹⁷ 22 av de 36 undersökta nyintroduktionerna var underprissatta.



4.3.2 Underprissättning

Undersökningens resultat påvisade, något överraskande, att underprissättningen inte hade något samband med kursutvecklingen. Sambandet testades, på förekommen anledning, enbart mot den andra definitionen av kursutveckling. Under de litteraturstudier som genomfördes konstaterades betydande inslag av forskning gällande underprissättning för nyintroducerade bolag. Boubakri et al (2005) påvisade ett samband med antalet överlevande företag och underprissättningen på den kanadensiska marknaden. Enligt den statistiska analysen i denna studie överensstämde inte Boubakri et al (2005) resultat med vad som konstaterades på den svenska marknaden mellan åren 2000 och 2005. Således ter sig denna studies resultat något förvånande eftersom det antogs att graden av överlevande företag kunde jämföras med aktiekursutveckling. Antagandet grundades på att ett företag med en starkt positiv kursutveckling också med stor sannolikhet borde leva vidare då det är ett tecken på höga förväntningar på företaget. Emellertid fanns inte något sådant samband, vilket medför att företag med underprissatta aktier inte lyckades bättre än företag utan underprissättning.

Vidare konstaterades i den teoretiska referensramen att underprissatta aktier kan utgöras av kvalitativa företag som inte är tvungna att ta in allt kapital som hade varit möjligt att samla in vid nyintroduktionen. Anledning till det avvikande resultatet i denna studie kan indikera på att investerare på Stockholmsbörsens A- och O-lista inte ser något signifikant samband mellan kvalitén på företagen och underprissättningen. Att resultatet i denna studie skiljer sig från Boubakri et al (2005) kan också tänkas bero på att den undersökta tidsperioden är annorlunda. Undersökningsperioden i denna studie inkluderade relativt volatila tidsintervall, vilket kan ha påverkat studiens statistiska resultat trots rensningen mot branschindex.

Som beskrivits har underprissatta aktier större möjlighet att fortleva på ett till tre års sikt. Bedömningen efter denna studie är att ett sådant samband kan diskuteras eftersom underprissättningen beror på den första handelsdagen. Att detta skulle få konsekvenser på lång sikt ter sig underligt med motiveringen att underprissättningen är något som redan har skett. Om marknaden är effektiv, vilket många anser att den inte är, borde aktiekursen ha justerats så att den reflekterar tillgänglig information. Efter denna justering ska aktiekursen vara den riktiga och inte längre påverkas av huruvida aktien var underprissatt eller ej. Förvisso förstås resonemanget som förs av Boubakri et al (2005) gällande underprissättning och kvalitativa företag. Dock visas inte detta samband statistiskt på Stockholmsbörsens A- och O-lista mellan åren 2000 och 2005. Vidare kan argumenteras att då det enda tillfälle varvid aktiekursen direkt påverkar företagets tillförda riskkapital

är vid en nyintroduktion och en eventuell nyemission. Således ter det sig naturligt att underprissättning och företagets fortlevnad inte skulle ha ett samband, vilket också konstateras av det statistiska resultatet.

4.3.3 Kapitalstruktur

Oberoende av vilken definition på aktiekursutveckling som användes, hade kapitalstrukturen inget samband med hur väl aktiekursutvecklingen var under det första året efter nyintroduktionen. Anledningen till detta kan ha sin grund i sambandet mellan risken och kostnaden för riskkapitalet som fanns i bolaget innan nyintroduktionen eftersom en hög risk troligtvis har kompenserats med en lägre initial kurs. Detta kan härledas från att högre skuldsättning möjliggör bättre avkastning på eget kapital. Emellertid leder den ökade risken till en högre diskonteringsränta som försämrar värdet på företaget. Bedömningen är att välinformerade investerare ser igenom förhållandet mellan risken och kapitalstrukturen då sambandet uteblev.

Den optimala kapitalstrukturen skiljer sig mellan företag i olika branscher. Uppfattningen är att företag som nyintroducerats på A- och O-listan har god intern kunskap och kan köpa extern expertis, varför det får antas att kapitalstrukturen inom företagen är den som passar varje specifikt företag. Det är därför rimligt att det inte finns något samband mellan kursutvecklingen och kapitalstrukturen, eftersom en hög skuldsättningsgrad inom en bransch kan vara relativt låg i en annan bransch. Att det inte finns något samband är därmed förståeligt då två företag från olika branscher med bra kursutveckling kan ha olika kapitalstruktur som båda är lämpliga för respektive företag. Således finns det ingen optimal kapitalstruktur för alla börsbolag, vilket är kontentan för förklaringsvariabeln kapitalstruktur.

4.3.4 Eget kapital

Eget kapital var det redovisade egna kapitalet som respektive bolag i undersökningen hade året innan nyintroduktionen. Den statistiska analysen påvisade dock inget samband mellan eget kapital och kursutvecklingen året efter nyintroduktionen oavsett vilken definition som användes för kursutvecklingen. Eftersom eget kapital är skillnaden mellan tillgångarna och skulderna kan det tolkas som det redovisade värdet på företaget. Ett stort eget kapital medför att företaget har en stark finansiell ställning och kan stå emot förlustperioder bättre än företag av omvänd karaktär. Även om ett företag har ett stort eget kapital behöver det inte ha något samband med kursutvecklingen, då den till största del beror på förväntad framtida prestation. Som framgår av den teoretiska referensramen och en möjlig anledning till att det inte fanns ett samband, är att måttet eget kapital påverkas av flera olika poster, såsom tidigare års resultat och tidigare tillfört och utdelat



kapital. En analys av dessa specifika mått är troligtvis vanligare och mer avgörande för aktiekursens utveckling.

I den teoretiska referensramen framgår det att storleken på tillfört riskkapital från nyintroduktionen har ett samband med företagets fortlevnad. Däremot finner inte denna studie att eget kapital påverkade aktiekursutvecklingen för nyintroducerade företag.

4.3.5 Avkastning på eget kapital

En förklaringsvariabel som uteslöts från den multipla regressionsanalysen med den första definitionen av kursutvecklingen var avkastningen på eget kapital. Sambandet visade sig inte vara signifikant för denna modell, men hade inkluderats i en modell med 85 % signifikansnivå.

Det intressanta med avkastningen på eget kapital är att den har ett negativt, men inte signifikant, samband med kursutvecklingen. Eftersom företag med låg utgångspunkt har lättare att prestera över marknadens förväntningar, vilka till stor del styr aktiepriset, hade ett sådant samband varit troligt. Ett företag med hög avkastning på eget kapital kan därför antas få en högre initial värdering, vilket gör det svårt för sådana företag att få en bättre kursutveckling än bolag som tidigare haft låg avkastning på eget kapital. Undersökningen förklarar dock inte huruvida företag med hög avkastning på eget kapital har svårare att överträffa marknadens förväntningar eller inte, eftersom signifikansen inte var tillräckligt hög.

4.3.6 Avkastning på totalt kapital

Varken avkastningen på totalt kapital, vinstmarginalen eller kapitalomsättningshastigheten hade enligt undersökningen ett statistiskt signifikant samband med kursutvecklingen. Resultatet gäller för båda definitionerna av kursutvecklingen under första året. Således påträffades inget samband mellan företagens totala, inre eller yttre effektivitet med kursutvecklingen.

Resultatet är intressant eftersom företagsledningen för olika företag ofta fokuserar på att effektivisera bolaget för att öka vinsten och tillfredsställa investerarna. Det statistiska resultatet visar att det inte fanns några direkta effekter på kursutvecklingen av att ett företag har utmärkande inre eller yttre effektivitet. Resultatet tyder på att effektiviseringar inte enskilt har någon signifikant inverkan på investeringsbeslut i aktien. En hög vinstmarginal borde dock vara något som marknaden värderar högt eftersom en ökad försäljning i så fall ger en stor ökning i resultatet som påverkar eget kapital positivt och därmed skulden till aktieägarna. Detta samband tycks inte finnas och kan bero på att vinstmarginalen och kapitalomsättningshastigheten är analyserade var för sig.



Anledningen är att företag ofta väljer att satsa på antingen hög vinstmarginal eller hög kapitalomsättningshastighet. Av studien framgår inte huruvida företag med högre vinstmarginal går bättre på börsen än företag med hög kapitalomsättningshastighet.

Det som är mer intressant är att avkastningen på totalt kapital inte heller hade något samband med kursutvecklingen. Trots att varken vinstmarginal eller kapitalomsättningshastighet hade något samband med kursutvecklingen hade det inte varit överraskande om avkastningen på totalt kapital hade haft ett sådant samband. Trots det uteblivna signifikanta sambandet är bedömningen att den inre, yttre och totala effektiviteten i företaget borde spela in i den helhetsbedömning som investerare gör av företag i en tid då rationaliseringar och effektiviseringar är vanligt i näringslivet. I en undersökning med längre tidsperiod och ett större urval är det möjligt att ett sådant samband kan urskiljas.

4.3.7 Omsättning

Resultatet av undersökningen var att omsättningen, som i studien är definitionen av företagets storlek, inte hade något samband med hur kursutvecklingen var under första året. Detta betyder att bolag med såväl liten som stor omsättning kan ha både bra och mindre bra kursutveckling under första året enligt båda de definitioner som förelåg gällande kursutveckling. En sådan analys kan ses som självklar, men bör nämnas eftersom stabiliteten i stora företag borde vara högre än för små bolag. Resonemanget kan kopplas till den teoretiska referensramen som fastställer att den tillgängliga informationen är mer omfattande för stora bolag än för små. Skiftande mängd information borde leda till högre volatilitet i aktiekursen och därmed större risk, eftersom investerare ofta baserar sina beslut på aktuell data och inte historisk data.

Vidare kan kontentan att omsättningen inte påverkar aktiekursutvecklingen vid en första analys tyckas underlig om det antas att det är försäljningen som driver företaget framåt och genererar vinster. Vid närmare eftertanke ter det sig dock förståeligt, eftersom även företag med stor omsättning kan sköta sina verksamheter med skiftande effektivitet.

4.3.8 Resultat

Företagens redovisade resultat hade inte något samband med företagens aktiekursutveckling. Resultatet var detsamma för båda definitionerna av kursutvecklingen. En förklaring kan kopplas till den teoretiska referensramen där Samuel et al (1999) stipulerar att investeringsbeslut till för stor del baseras på aktuell information istället för historisk information, vilket resultatmålet är ett exempel på. Om detta stämmer vore det mer lämpligt att använda sig av andra mer historiska informationskällor än nutida som



exempelvis kvartalsrapporter och nyutgivna nyheter. Att det inte fanns något samband mellan kursutvecklingen och resultatet kan tyda på att de bakomliggande orsakerna som driver resultatmålet borde analyseras i större utsträckning. I sammanhanget kan bolagens organisation och affärsidéns fullkomlighet vara av intresse för att finna samband mellan resultatet och aktiekursutvecklingen. Dagens fokus på kvartalsrapporter och nyheter som presenteras kan medföra att det historiska resultatet och vad som drivit resultatet glömts bort trots att det är viktigt att ha som jämförelse vid analys av framtiden.

Ytterligare en förklaring till det uteblivna sambandet kan vara förväntningsaspekten. Eftersom vissa forskare anser att investerare använder för lite historisk information, borde det istället vara förväntningarna på framtida prestationer som styr aktiekursen. Emellertid borde det historiska resultatet ligga till grund för de förväntningar som ställs och därmed indirekt påverka aktiekursen. Ett sådant förhållande gick dock inte att urskilja ur den statistiska analysen. Detta påvisar ytterligare problemområdets komplexitet.

4.3.9 Mediebevakning

Som framgick av undersökningen fanns det inget som antydde att mediebevakningen påverkade aktiekursutvecklingen under första året på börsen oberoende av vilken definition på aktiekursutveckling som användes. Att ha i åtanke vid analysen är att mediebevakningen mättes från ett år innan nyintroduktionen till dagen innan nyintroduktionen. Detta indikerar att information från året innan inte spelar någon signifikant roll för investerarna på ett års sikt. Som framgår av den teoretiska referensramen argumenteras att investerare lägger för stor vikt vid aktuell information och för lite vid historisk information. Ett sådant handlingsätt kan leda till flockbeteende och börsbubblor. Detta stämmer in på resultatet från den statistiska analysen eftersom det inte finns något samband mellan historisk mediebevakning och framtida kursutveckling. Noterbart är att det inte framgår om nyheterna var positiva eller negativa. Troligtvis påverkar detta det uteblivna sambandet för mediebevakning som helhet.

En annan aspekt berör huruvida investerare använder media som beslutsgrundande underlag. Det förefaller troligt att stora och aktiva investerare använder primär information från företagen och specialister i större utsträckning än vad de använder media. Eftersom de datakällor som ingår i mediearkivet främst är tidningar av olika slag, är det inte förvånande att det inte fanns något samband mellan kursutvecklingen och mediebevakningens utsträckning, förutsatt att marknaden till stor del utgörs av stora och välinformerade investerare.

4.4 Sammanfattande analys

Av analysen framgår svårigheten i att finna ett samband med aktiekursutvecklingen och förklaringsvariabler när dessa analyseras tillsammans. Alla företag är olika och kräver därför en analys som är anpassad efter det specifika företaget. Detta påvisar problemets komplexitet och förstärker förståelsen varför ämnet rörande börsintroduktioner är omskrivet. Under studiens gång har kunskapen angående problemet förbättrats och i samma takt har insikten ökat om att en enskild förklaringsvariabel inte kan styra en akties kursutveckling.

Som tidigare analyserades hade perioden april-juni en genomsnittligt lägre kursutveckling jämfört med aktier som nyintroducerades under övriga månader. Det poängteras att detta negativa samband var 95 % signifikant för bolagen på A- och O-listan under perioden 2000 till 2005. Dock var Stockholmsbörsen under den initiala delen av undersökningsperioden volatil, vilket gör det svårbedömt om detta samband även gäller för framtida nyintroduktioner när börsklimatet är annorlunda. Däremot indikerar resultatet att det är svårt att bygga modeller för börsens utveckling på en marknad som bland annat utgörs av irrationella köpare, kortsiktiga investerare samt slumpmässiga investeringsbeslut och således ineffektiva marknader. Vidare kan det tänkas att samma information kan tolkas på olika sätt och därmed påverka aktiekursen i skilda riktningar.

Under perioden som undersöktes i denna studie fanns inte tillräckligt många nyintroduktioner för att dela upp dem i specifika branscher. Vid en mer omfattande studie, som också kräver mer tid i anspråk, skulle detta kunna genomföras för att öka möjligheten att finna signifikanta samband för nyintroduktioner inom specifika branscher. Som nämnts, borde företag inom samma branscher analyseras utifrån liknande variabler. Således vore det lättare att hitta samband om dessa undersöks tillsammans. Problemet som kan tänkas uppstå är svårigheten, som berördes i metodkapitlet, att definiera branscherna så att företagen som ingår i branscherna verkligen är jämförbara. Eftersom problemet inte berörs i denna studie analyseras det inte vidare.



5 Slutsatser och rekommendationer

Detta kapitel presenterar studiens slutsatser baserade på den statistiska undersökningen och dess analys. Avslutningsvis lämnas författarnas rekommendationer och förslag på ämnen till vidare forskning.

Denna studie konkluderar att det var svårt att finna förklaringsvariabler som enskilt eller tillsammans kan förklara hur bra nyintroducerade företag på Stockholmsbörsens A- och O-lista lyckades mellan åren 2000 och 2005. Emellertid fastställdes ett signifikant samband som utgjordes av förklaringsvariabeln introduktionsdatum. Perioden april-juni visade att nyintroducerade företag under denna period i genomsnitt hade en sämre kursutveckling än genomsnittet för de företag som nyintroducerades under årets övriga månader. Vidare konstaterades att perioden juli-september också hade ett troligt sådant samband, men med lägre signifikans.

Det som var intressant med det signifikanta sambandet mellan perioden april-juni och kursutvecklingen berörde när företagen valde att nyintroduceras. Av det insamlade materialet framgick att majoriteten av de undersökta företagen nyintroducerades under denna period. Därmed är slutsatsen att företagen tycktes nyintroduceras när det passade deras agenda. Dock konstaterades att företagen borde beakta under vilken del av året som de väljer att nyintroduceras eftersom det kan inverka på framtida kursutvecklingar. Vidare gällde detta för båda definitionerna av kursutvecklingen. Således hade de företag som nyintroducerades under perioden april-juni en sämre avkastning än genomsnittet för övriga månader. Därmed spelade det ingen roll om investeraren valde att investera i aktien innan nyintroduktionen genomfördes eller vid slutet av första handelsdagen, det negativa sambandet förelåg för båda fallen. Emellertid går det inte att utläsa om detta samband finns även i framtiden för andra tidsperioder och nyintroduktioner, men bör ändå vara en del av den förberedande analysen innan bolag nyintroduceras.

Tidigare forskning har visat samband mellan underprissättning och nyintroducerade företags fortsatta överlevnad. Denna studie finner inte något signifikant samband mellan underprissättningen och aktiekursutvecklingen. Därmed gick det inte att fastställa huruvida investerare borde investera i nyintroducerade aktier i slutet på första handelsdagen som visat sig vara underprissatta. En aspekt som däremot är samstämmig med tidigare forskning är att historisk information inte används i tillfredställande omfattning vid analyser av aktier. Detta grundar sig i de uteblivna sambanden i studien.



Om historisk information användes i större utsträckning vid investeringsbeslut i nyintroducerade aktier vore det tänkbart att studien identifierat fler samband.

Trots det signifikanta sambandet gällande förklaringsvariabeln introduktionsdatum finner studien att nyintroducerade aktier bör analyseras utefter de faktorer som påverkar den omvärld som företagen verkar i. Med ett sådant förhållningssätt är det tänkbart att investeraren ökar sina möjligheter att identifiera bra och mindre bra investeringar innan nyintroduceringen och i slutet av första handelsdagen. Således gick det inte att finna en modell som till fullo förklarar hur nyintroducerade aktier kommer att utvecklas. Eftersom företagen är av olika karaktär är det svårt att finna en gemensam förklaringsmodell. Detta beror på att analysen av företag, som exempelvis opererar i riskfyllda branscher, troligen fokuserar på finansieringsfrågor för att undersöka hur företagen kan motstå förlustperioder. Det går möjligen att fastställa en modell som förklarar nyintroducerade företags aktiekursutveckling bättre än den som erhållits i denna studie. För att öka sannolikheten att finna en sådan modell borde företagen undersökas branschspecifikt. I ett sådant fall erfordras ett större urval för att kunna testa den statistiska signifikansen för respektive bransch.

Problemets komplexitet bekräftades med studien och visar att ämnet kräver mer forskning och tid i anspråk. Således är identifieringen av bra och mindre bra investeringar i nyintroducerade företag fortfarande komplicerad även om introduktionsdatumet tycks spela en viss roll. Det understryks att introduktionsdatumet enbart påvisade att den genomsnittliga kursutvecklingen var sämre för de företag som nyintroducerades under perioden april-juni än genomsnittet för övriga månader. Däremot går det inte säga att nyintroduktioner som sker under årets övriga månader hade en positiv kursutveckling. En konklusion är att det inte finns ett generellt samband som kan förutsäga en positiv eller negativ kursutveckling för en nyintroduktion på börsen.

Slutsatsen av studien är att det är svårt att förutsäga framtida händelser utifrån enbart historisk data. Emellertid kan investerare se till olika tendenser som uppkommit tidigare varibland de nyintroducerade bolagens introduktionsdatum utgör en sådan. Däremot är investeringsbeslut i nyintroduktioner fortfarande förknippade med risker. Därför måste aktörer som beslutar sig för att investera i sådana företag vara beredda att förlora delar av sitt satsade kapital för att också ha möjlighet att göra vinster på investeringar i nyintroducerade företag.



5.1 Författarnas rekommendationer

Då det inte var möjligt att finna en modell som förutsäger bra och mindre bra investeringar måste en investerare som handlar med nyintroducerade aktier vara beredd på att förlora pengar trots höga genomsnittliga initiala avkastningar. För att minska risken rekommenderas en investerare istället att undersöka de faktorer som är avgörande för respektive företag. Om ett företag verkar inom en bransch med mycket konkurrens bör exempelvis effektiviteten i företaget vara av stor vikt i analysen, medan analysen av ett företag i en riskfylld bransch torde fokusera mer på företagets soliditet för att veta hur företaget kan klara förlustperioder.

5.2 Förslag till vidare forskning

Det vore intressant att genomföra en liknande studie för nyintroduktioner av företag i specifika branscher. För att få ett tillräckligt stort urval kan materialet i denna studie användas och kompletteras med information från de nyintroduktioner som genomfördes före år 2000.

Ett annat förslag är att utvidga den här studien med fler förklaringsvariabler och undersökta år. För att hinna med en sådan undersökning kan informationen som finns i denna studie användas och kompletteras.



6 Referenser

6.1 Litteratur

Andersson, I (1998) *Den uppenbara verkligheten – Val av Samhällsvetenskaplig Metod*, Studentlitteratur, Lund

Belfrage Carlberg, A (2004) *Ekonomiboken*, Bonnier Utbildning AB, Uppsala

Bodie, Z, Merton, R (1998) *Finance*, Prentice and Hall, New Jersey

Boman, R (1999) *Stockholm Financial Markets: A Success Story*, SNS Förlag, Kristianstad

Boubakri, N, Kooli, M, L'her, JF (2005) Is There any Life after Going Public? Evidence from the Canadian Market *The Journal of Private Equity*, s 30 - 40

Bradley, D, Cooney, J, W, Dolvin, S, Jordan, B (2000) Penny Stock IPOs, *Financial Management*, Volume 35, Issue 1, s 5-29

Bruner, R (1998), *Global Equity Selection Strategies*, Glenlake Publishing Company Ltd, Chicago

Brunnermeier, M (2001) *Asset Pricing under Asymmetric Information*, Oxford University Press, New York

Davidsson, B, Patel, R (1994) *Forskningsmetodikens Grunder*, Studentlitteratur, Lund

Davidsson, B, Patel, R (2003) *Forskningsmetodikens Grunder*, Studentlitteratur, Lund

Eriksson, L T, Wiedersheim-Paul, F (1997) *Att Utreda Forska och Rapportera*, Liber ekonomi, Malmö

Fernando, C S, Krishnamurthy, S, Spindt, PA (2004) Are Share Price Levels Informative? Evidence from the Ownership, Pricing, Turnover and Performance of IPO Firms, *Journal of Financial Markets*, Volume 7, Issue 4, s 377–403

Grundvall, B, Melin Jakobsson, A, Thorell, P (2004) *Vägvisare till börsen*, Liber AB och Ernst & Young, Malmö

Hamberg, M (2001) *Strategic Financial Decisions*, Liber, Malmö

Hansen, J L (2003), *Nordic Financial Market Law: The Regulation of the Financial Markets in Denmark, Finland, Iceland, Norway and Sweden*, DJÖF Publishing Köpenhamn

- Haugen, R, Jorion, P** (1996) The January Effect – Still There after all these Years, *Financial Analysts Journal*, Volume, 52, Issue 1, s 27-31
- Jenkinson, T, Ljungqvist, A** (2001), *Going public : The Theory and Evidence on how Companies raise Equity Finance*, Oxford Univeristy Press, Oxford
- Jens, P, Brooks, R, Nicoletti, G, Russell, R** (2006) Media Coverage and Biotechnology IPOs: Some Australian Evidence, *Journal of Commercial Biotechnology*, Volume 13 Issue 1, s 43-47
- Johansson, S-E** (1995) *Företagets Lönsamhet, Finansiering och Tillväxt*, Studentlitteratur, Lund
- Johnson, N F, Jefferies, P, Ming Hui, P** (2005) *Financial Market Complexity – What Physics Can Tell us About Market Behaviour*, Oxford University Press, New York
- Lindblad, I B** (1998) *Uppsatsarbete – En kreativ process*, Studentlitteratur, Lund
- Melin, L, Moberg, B, Schött, K, Strand, H** (1998) *Studentens Skrivhandbok*, Liber AB Stockholm
- Narasimhan, J, Woojin, K,** (2006) Value of Analyst Recommendations: International Evidence, *Journal of Financial Markets*, Volume 9, Issue 3, s 274-309
- Norberg, P** (2005) *Finansvärldens Människor*, Studentlitteratur, Lund
- Pallant, J** (2001) *SPSS Survival Manual*, Open University Press, Philadelphia
- Paulsson, U** (1999) *Uppsatser och rapporter – Med eller utan Uppdragsgivare*. Studentlitteratur, Lund
- Pietraniko, P-C, Riepe, M,** (2004) The January Effect Revisited, *Journal of Financial Planning*, Volume 17, Issue 4, s 26-28
- Reber, B, Fong, C** (2006) Explaining Mispricing of Initial Public Offerings in Singapore, *Applied Financial Economics*, Volume 16, Issue 18, s 1339-1353
- Ross, S A, Westerfield, R W, Jaffe, J** (2005), *Corporate Finance*, McGraw-Hill, Singapore
- Rydqvist, K, Högholm, K** (1995) Going Public in the 1980:s – Evidence from Sweden, *European Financial Management*, Volume 1, No 3, s 287-315
- Samuels, J M, Wilkes, F M, Brayshaw, R E** (1995) *Management of Company Finance*, Chapman & Hill, London



Samuels, J M, Wilkes, F M, Brayshaw, R E (1999) *Financial Management & Decision Making*, International Thomson Business Press, Vicenza

Song, J H, Rhee, Y, Adams, C R (2001) Maximizing the Financial and Product Market Values of the IPO Opportunity, *Business Horizons*, Volume 44, Issue 4, s 49

Stires, D (2000) Cashing In on The January Effect, *Fortune*, Vol. 142, Issue 13, s 279-280

6.2 Tidigare uppsatser

Andersson, E, Persson, L (2004) *Nyintroduktioner : En Undersökning av Underpris och Långsiktig Prestation av Nyintroducerade Aktier på Stockholmsbörsen*, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet

Högholm, K, (1994) *Essays in the Market for Corporate Control : Corporate Acquisitions and Stock Market Introductions*, Svenska Handelshögskolan i Helsingfors

Jerresand, D, Niiranen, M (2006) *Börsintroduktioner : En Eventstudie av Variationer mellan Introduktionskurs och Öppningskurs hos Börsintroduktioner på Stockholmsbörsens O-lista åren 1995 till 2005*, Södertörns Högskola

Keloharju, M (1992) *Three Essays on Initial Public Offerings*, Helsinki School of Economics and Business Administration

Kvanli, A H, Guynes, C S, Pavur, R J (1996) *Introduction to Business Statistics – A Computer Integrated, Data Analysis Approach*, West Publishing Company, St. Paul

Lindstein, H, Öh, L (2006) *Vad händer med aktiepriset efter en nyintroduktion?: En kvantitativ analys av nyintroduktionerna på Stockholmsbörsen mellan åren 2000 och 2005*, Södertörns Högskola

Nord, S, Hörnqvist, G (1998) *Arbetet inför en Börsintroduktion – En Fallstudie av Electrolux Börsintroduktioner av Autoliv och Gränges*, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet

Pettersson, E och Svetlik, C (2003) *Att Betala Rätt Pris på Aktier vid en Börsintroduktion*, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet

Westerholm, J (2000) *Essays on Initial Public Offerings, Empirical Findings from the Helsinki Stock Exchange*, Svenska Handelshögskolan i Helsingfors

6.3 Internetkällor

OMX

¹ <http://omxgroup.com/nordicexchange/omoss/historik/>

² <http://omxgroup.com/nordicexchange/omoss/historik/>

³ <http://omxgroup.com/nordicexchange/omoss/dennordiskaborsen/>



⁴ <http://www.omxgroup.com/nordicexchange/omhandeln/handel/nordiskaborsen/>

⁵ Informationsavdelningen OMX

Affärsvärlden

⁷ <http://bors.affarsvarlden.se/afgxweightinfo.aspx?list=afgx&tabname=weighttab>

Chicago Board Options Exchange

⁸ <http://www.cboe.com/institutional/january.aspx>

Securities and Exchange Commission

⁹ <http://www.sec.gov/answers/penny.htm>

Dun & Bradstreet

¹⁰ <http://dbinteractive.dbsverige.se/Sweden/Rad&tips/tolkstan.htm>

¹³ <http://dbinteractive.dbsverige.se/Sweden/Rad&tips/tolkstan.htm>

Dagens Industri

¹¹ <http://www.di.se/nyheter/>

Bokföringsnämnden

¹² http://www.bfn.se/index.asp?redovisning/BFN_REK/bfn_r11.asp

Europeiska verksamhetsområden

¹⁴ <http://europa.eu/scadplus/leg/sv/lvb/n26026.htm>



Appendix I

Nyintroducerade företag	Introduktionsdatum	Kursutveckling rensad mot	Kursutveckling rensad mot index;
		affärsvärdens branschindex	slutkurs första handelsdagen till slutkurs handelsdagen ett år efter nyintroduktionen
Micronic Lasersystems AB	2000-03-09	2,13	0,96
Tele1 Europe Holding AB	2000-03-16	-0,18	-0,22
JC Aktiebolag AB	2000-04-19	0,04	0,15
Mekonomen AB	2000-05-29	0,34	0,31
Scandinavia Online	2000-06-07	-0,25	-0,26
Mind	2000-06-13	-0,96	-0,95
Telia AB	2000-06-13	0,26	0,23
AU-System	2000-06-21	-0,67	-0,7
Axis AB	2000-06-27	-0,05	-0,05
Pyrosequencing AB	2000-06-30	-0,64	-0,65
IAR System	2000-07-11	-0,03	-0,15
Tripep AB	2000-07-14	-0,6	-0,66
Jobline International AB	2000-09-15	-0,34	-0,3
AudioDev AB	2000-09-21	0,27	0,25
Netwise AB	2000-09-28	-0,19	-0,19
Eniro AB	2000-10-10	0,08	0,08
Orc Software AB	2000-10-19	0,67	0,51
Neonet AB	2000-10-20	-0,04	0,04
Dimension AB	2001-02-20	-0,67	-0,69
D. Carnegie & Co. AB	2001-06-01	-0,04	-0,15
BTS Group AB	2001-06-06	-0,38	-0,4
BioInvent International AB	2001-06-12	-0,37	-0,29
Vitrolife AB	2001-06-26	-0,09	-0,01
rnb Retail and Brands AB	2001-06-26	-0,69	-0,57
Alfa Laval	2002-05-17	0,12	0,06
Intrum Justitia AB	2002-06-07	0,3	0,25
Ballingslöv International	2002-06-19	-0,07	-0,06
Nobia AB	2002-06-19	-0,16	-0,08
Oriflame Cosmetics S.A.	2004-03-24	-0,41	-0,48
Unibet Group Plc	2004-06-08	-0,18	-0,45
Note AB	2004-06-23	-0,53	-0,48
Indutrade AB	2005-10-05	0,37	0,18
Hemtex AB	2005-10-06	0,5	0,23
Tradedoubler AB	2005-11-08	0,52	0,52
Orexo AB	2005-11-09	0,08	0,08
Hakon Invest	2005-12-08	0,63	0,52



Nyintroducerade företag	Introduktionskurs	Underprissättning	Kapitalstruktur	Eget kapital
Micronic Lasersystems AB	105	0,49	9,97	28
Tele1 Europe Holding AB	161	0,22	.	.
JC Aktiebolag AB	60	-0,13	1,37	179
Mekonomen AB	110	0,03	0,64	349
Scandinavia Online	115	0,07	.	.
Mind	38	-0,06	.	.
Telia AB	85	0,04	1,32	32893
AU-System	48	0,14	11,84	16
Axis AB	38	0,01	11,53	27
Pyrosequencing AB	100	0,02	0,25	108
IAR System	28	0,49	2,72	33
Tripep AB	90	0,09	1,04	3
Jobline International AB	70	-0,11	1,25	62
AudioDev AB	63	0,05	1,71	41
Netwise AB	55	0,00	0,70	25
Eniro AB	84	0,00	.	.
Orc Software AB	120	0,17	0,43	57
Neonet AB	20	-0,11	2,02	57
Dimension AB	61	0,08	3,12	216
D. Carnegie & Co. AB	115	0,14	10,56	1605
BTS Group AB	57	0,03	4,04	65
BioInvent International AB	62	-0,19	0,22	160
Vitrolife AB	40	-0,11	0,30	133
rnb Retail and Brands AB	38	-0,30	3,10	70
Alfa Laval	91	0,07	11,20	1445
Intrum Justitia AB	47	0,06	5,36	528
Ballingslöv International	64	-0,01	1,98	346
Nobia AB	78	-0,10	2,61	1776
Oriflame Cosmetics S.A.	190	0,09	.	.
Unibet Group Plc	135	0,22	1,15	65
Note AB	75	-0,09	3,55	146
Indutrade AB	65	0,11	1,31	708
Hemtex AB	56	0,16	0,66	215
Tradedoubler AB	110	0,00	2,24	93
Orexo AB	90	0,00	0,35	75
Hakon Invest	77	0,06	0,04	7244



Nyintroducerade företag	Avkastning på eget kapital	Vinstmarginal	Kapitalomsättningshastighet
Micronic Lasersystems AB	-1,89	-0,32	0,72
Tele1 Europe Holding AB	.	-0,26	0,27
JC Aktiebolag AB	0,05	0,02	3,02
Mekonomen AB	0,11	0,09	1,13
Scandinavia Online	.	-1,39	0,56
Mind	.	-0,26	1,40
Telia AB	0,13	0,13	0,68
AU-System	1,20	0,03	1,92
Axis AB	-1,90	-0,08	2,04
Pyrosequencing AB	-0,65	-53,03	0,01
IAR System	0,12	0,09	0,83
Tripep AB	-5,41	.	.
Jobline International AB	-1,52	-2,58	0,25
AudioDev AB	0,69	0,24	1,51
Netwise AB	0,26	0,10	1,46
Eniro AB	.	0,25	.
Orc Software AB	0,39	0,38	1,02
Neonet AB	0,11	0,19	0,51
Dimension AB	0,46	0,10	1,66
D. Carnegie & Co. AB	0,68	0,34	0,24
BTS Group AB	0,12	0,07	2,17
BioInvent International AB	-0,24	-1,42	0,12
Vitrolife AB	-0,22	-0,30	0,47
rnb Retail and Brands AB	0,46	0,00	1,59
Alfa Laval	0,02	0,07	0,90
Intrum Justitia AB	0,13	0,11	0,69
Ballingslöv International	0,15	0,09	1,20
Nobia AB	0,14	0,07	1,29
Oriflame Cosmetics S.A.	.	0,19	2,23
Unibet Group Plc	0,60	0,03	13,82
Note AB	0,30	0,09	1,30
Indutrade AB	0,24	0,07	2,13
Hemtex AB	0,32	0,11	2,32
Tradedoubler AB	0,67	0,10	1,98
Orexo AB	-0,22	-0,06	0,85
Hakon Invest	0,08	0,87	0,08



Nyintroducerade företag	Avkastning på totala			Medie bevakning
	tillgångar	Omsättning	Resultat	
Micronic Lasersystems AB	-0,23	221	-53	1
Tele1 Europe Holding AB	-0,07	1048	-400	3
JC Aktiebolag AB	0,06	1244	9	35
Mekonomen AB	0,10	644	39	10
Scandinavia Online	-0,78	61	-103	18
Mind	-0,36	102	-27	70
Telia AB	0,09	52121	4222	1765
AU-System	0,06	402	20	5
Axis AB	-0,16	695	-52	17
Pyrosequencing AB	-0,53	1	-69	6
IAR System	0,07	94	4	10
Tripep AB	.	.	-14	3
Jobline International AB	-0,65	36	-94	12
AudioDev AB	0,36	166	28	4
Netwise AB	0,15	62	7	1
Eniro AB	.	2649	402	18
Orc Software AB	0,39	84	22	5
Neonet AB	0,10	88	7	2
Dimension AB	0,17	1475	98	52
D. Carnegie & Co. AB	0,08	4497	1090	61
BTS Group AB	0,15	177	8	27
BioInvent International AB	-0,17	24	-39	5
Vitrolife AB	-0,14	82	-29	6
rnb Retail and Brands AB	.	459	32	1
Alfa Laval	0,06	15830	36	45
Intrum Justitia AB	0,08	2321	67	14
Ballingslöv International	0,11	1234	54	14
Nobia AB	0,09	8283	254	8
Oriflame Cosmetics S.A.	0,42	4742	628	38
Unibet Group Plc	0,41	1918	38	84
Note AB	0,12	859	44	81
Indutrade AB	0,15	3486	168	28
Hemtex AB	0,26	826	69	51
Tradedoubler AB	0,20	598	62	26
Orexo AB	-0,05	87	-17	18
Hakon Invest	0,07	622	579	35