

Handelshögskolan i Stockholm

Institutionen för Redovisning och Finansiering

Examensarbete Ekonomi Kandidat

Våren 2015

Ägarnas motiv till börsnotering – värderrelevant för investerarkåren?

En studie av värdeutveckling bland börsnoterade bolag åren 2009 till 2013 mot bakgrund av ägarnas efterföljande aktiedispositioner

Författare

Oscar Lindström*

Viktor Olsson**

Abstract

This paper investigates the relation between stock performance and owner share retention in Swedish public equity listings during 2009 to 2013. The listings during the period are studied and divided into binary groups of “exits” and “non-exits”, which are used in a statistical regression model to determine if there is a significant difference in average stock performance.

The study finds that stocks of exit-companies on average significantly underperformed stocks of non-exit-companies during 2009 to 2013. Nevertheless, due to the limited number of observations available and the unusual market conditions, caution is required in interpreting these results.

22948@student.hhs.se*

22201@student.hhs.se**

Keywords: equity listings, motives, holdings, exit, performance

Handledare: Walter Schuster

Innehåll

1	Introduktion.....	3
1.1	Inledning.....	3
1.2	Syfte och frågeställning	4
1.3	Avgränsningar	4
1.3.1	Val av marknad	4
1.3.2	Tidsram och perspektiv	5
1.4	Disposition	6
2	Teoretisk referensram och tidigare forskning	8
2.1	Teoretisk referensram	8
2.1.1	Kapitalmarknaden	8
2.1.2	Börsnoteringar och processer	8
2.1.3	Investerarteori och exits.....	9
2.1.4	Begreppet aktieprestation och dess mätning	10
2.1.5	Särskilda hänsynstaganden och justeringar	12
2.2	Tidigare forskning	14
3	Metod	15
3.1	Urval och population	15
3.2	Rensning och behandling av observationer	15
3.3	Beräkning av ägande och kvarhållande av aktier	16
3.4	Mätning av bolagens prestanda	18
3.4.1	Val av mått och tidsperioder samt beräkning av aktiernas prestation	18
3.4.2	Anpassning och justering av data.....	19
3.4.3	Datainsamling	20
3.5	Genomförande av dataanalys och regression.....	21
3.5.1	Deskriptiv analys.....	22
3.5.2	Linjär regression	22
3.5.3	Rensningar och robusthetstest av regression	23
4	Data och resultat	24
4.1	Börsnoteringar och ägardispositioner.....	24
4.2	Värdeutveckling och samband	26
4.2.1	Avkastningssamband	26
4.2.2	Överavkastningssamband	28

4.3 Skillnad mellan gruppernas prestationer	29
4.4 Regressionsanalys.....	31
4.5 Robusthetstest	32
4.5.1 Test av Exit-definitionen.....	32
4.5.2 Test för multikollinearitet.....	33
4.5.3 Test för heteroskedasticitet	34
5 Analys	35
5.1 Börsnoteringar och ägardispositioner.....	35
5.2 Skillnad mellan gruppernas prestationer	36
5.2.1 Perioden 2009-2013	36
5.2.2 Generaliserbarhet och vidare analys.....	37
6 Slutsats	39
7 Bidrag och förslag på vidare forskning	40
8 Källförteckning.....	41
Bilaga 1	43
Bilaga 1.1 – Total noteringsaktivitet 2009-2013	43
Bilaga 1.2 – Rensade bolag.....	44
Bilaga 1.3 – Bortfall	45

1 Introduktion

1.1 Inledning

De senaste åren har varit aktiva vad gäller inträde till kapitalmarknaden. Förra året var ett av de mest intensiva åren för börsnoteringar på den svenska marknaden under de senaste decennierna.¹ Noteringsklimatet följer samma trend på en aggregerad europeisk nivå, där aktiviteten tagit fart efter finanskrisens tunga täcke och ett ännu starkare år med än fler börsnoteringar förutspås både på den svenska och europeiska kapitalmarknaden.²

Det behöver inte närmare förklaras att intresset för kapitalmarknaden är ömsesidigt, där bolaget och dess ägare å ena sidan vill maximera sin nytta på samma sätt som en extern investerare å andra sidan vill maximera sin. Vad som är intressant i detta avseende är motiven från den börsintroducerande sidan, medan motiven från investerarsidan normalt sett kan antas bottna i spekulations- och avkastningssyfte. Man kan tänka sig ett flertal motiv för en börsnotering, såsom kapitalanskaffning för att expandera verksamheten eller av olika skäl uppnå ett skifte i kapitalstrukturen, men även motiv som att öka likviditeten och omsättningspotentialen i aktien för att möjliggöra antingen en diversifierad ägarkrets eller en avyttring från en befintlig ägare – så kallad exit. Av en börsnotering följer även andra förmåner som kan motivera en noterande part, såsom en informationsexponering mot marknaden, en ökad trovärdighet och seriositet, tillgång till marknads finrum och andra faktorer som i sin tur är värdefulla men i sig inte huvudargument mot bakgrund av de ökade kostnader och krav en börsmiljö innebär, inklusive kostnaderna för omställningen inför samt genomförandet av en börsnotering.

Ägarnas motiv är särskilt intressant, och är därför det primära fokusområdet i detta arbete. Ägarnas intressen bör inte underskattas vid analysen av en börsnotering, där vi menar att det går en skiljelinje mellan typen av ägare som sjösätter sitt bolag på börsen för att göra en exit, och de ägare som noterar sitt bolag för att expandera och ta ett ytterligare steg i att utveckla sitt bolag. En frågeställning som blir central och relevant i detta är därför om dessa anledningar, vad vi menar är vitt skilda motiv, påverkar bolagens värdeutveckling på kapitalmarknaden.

¹ Nasdaq OMX om publicerade börsnoteringar, <http://www.nasdaqomxnordic.com/nyheter/noteringar> (2015-05-18).

² EY:s publikation om trender kring börsnoteringar, [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-global-ipo-trends-2015-q1/\\$FILE/EY-Global-IPO-Trends-2015-Q1.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-global-ipo-trends-2015-q1/$FILE/EY-Global-IPO-Trends-2015-Q1.pdf) (2015-05-18).

1.2 Syfte och frågeställning

Detta arbete syftar till att undersöka om bolag, vars ägare kvarhåller sitt ägande efter en börsnotering, presterar bättre än bolag vars ägare gör en exit i samband med en sådan notering. Anledningen till att detta är att inom ramen för investeringsteori kunna uttala sig om det från en tänkt investerare bör finnas preferenser för den ena eller andra typen av börsnoteringen. Detta är intressant i avseendet att erhålla en bättre förståelse för kapitalmarknadens funktion i praktiken, men också för att skapa en referensram för hur svenska bolag och ägare av sådana bolag kan bete sig och utvecklas på börsen i samband med en börsnotering, med eller utan exit, – och vad detta därmed signalerar – mot bakgrund av de underliggande motiven för genomförandet av sådan notering.

Mot bakgrund syftet och motiveringen ovan ämnas i detta arbete att undersöka, besvara och förhålla sig till följande två frågeställningar;

- *Hur stor andel av börsnoteringar genomförs som ett led i befintliga ägares exit-strategi?*
- *Presterar aktier i sådana exit-bolag i genomsnitt sämre än aktier i bolag vars ägare kvarhåller stora delar av sitt ägande?*

1.3 Avgränsningar

1.3.1 Val av marknad

En studie av detta slag kan göras mycket omfattande och begränsas därför vanligen till en särskild marknad, med hänsyn till begränsningar i tid och resurser. Då den svenska marknaden varit mycket aktiv och även internationellt är en erkänd marknad, finns ingen anledning att undersöka någon annan än den svenska marknaden – vilken är just undersökningsföremålet av intresse för denna studie. Tidigare studier av amerikansk eller global data kan inte heller med hänsyn till marknadsklimat och karaktäristika extrapoleras till att beskriva den svenska marknaden.

I finansbranschen refereras ofta till Nasdaq Stockholm som börsen, då man med börsnotering syftar till upptagande till handel av aktier på reglerad marknad. I Sverige finns två reglerade marknader; Nasdaq Stockholm (*”Stockholmsbörsen”*) samt Nordic Growth Market (*”NGM”*), varav NGM har ytterst begränsad noteringsaktivitet. Handelsplattformar som Aktietorget, Nasdaq First North (*”First North”*) och Nordic MTF är alltså inte börser i detta avseende, utan

benämns ofta som MTF:er (eng. *Multilateral Trading Facility*). Det råder stora regelskillnader mellan dessa plattformar vad gäller informationskrav och stabilitet, trots att det något förenklat kan påstås att både de reglerade marknaderna samt MTF:erna i viss utsträckning tillgodoser samma behov och funktion.

Med den svenska marknaden, börsen eller marknadsplattformen för börsnoteringar i Sverige menas emellertid i detta arbete de båda börserna, men även First North. Anledningen till detta är att fånga den relevanta noteringsaktiviteten, där handelsplattformarna i viss mån tillgodoser samma behov som börserna i det avseende att möjliggöra både en exit samt att tillgodogöra sig kapital. First North drivs i samma regi som Stockholmsbörsen – Nasdaq OMX – och används i vissa fall som ett mellansteg till att listas på Stockholmsbörsen. De båda marknadsplatserna av Nasdaq OMX behandlas således som en och samma marknad, där First North får ses som en integrerad del av börsen. Härigenom erhålls ett större antal observationer, med inbördes likheter som också agerar gentemot samma plattformsägare. Av denna anledning ämnas det fånga de bolag som bör räknas in i populationen, medan en avgränsning görs mot de mindre aktörerna såsom Aktietorget, Nordic MTF samt andra typer av förmedlingstjänster för kapital. De senare är begränsade i storlek och stabilitet, med hög frekvens av konkurser, uppköp och omlistningar. Att dessa marknader per definition inte ryms inom begreppet börs blir även på denna grund en naturlig avgränsning.

Någon studie av icke-noterade bolag och företagsförvärv utanför börsen kommer inte att göras. Anledningen är att syftet med arbetet är att kontrastera de olika typerna av börsnoteringar och hur motiven bakom de olika typerna påverkar bolagens aktieprestation på marknaden. Således tar studien sikte på ett senare skede för den aktieägare som planerar sin exit; där de normala alternativen är en privat bolagstransaktion eller en börsnotering inom ramen för vad som i detta skede kallas *dual track*. Denna dynamik kommer inte att beröras i detta arbete.

1.3.2 Tidsram och perspektiv

Studien tar sikte på aktuell information och använder därför en begränsad historisk information för att beskriva nutid. Undersökningen justerar inte för den finanskris som påverkat börsklimatet, utan inkorporerar istället denna faktor inom den totala populationen som undersöks under de aktuella åren fram till idag. Vändpunkten för stagnationen på den svenska kapital-

marknaden kom vid skiftet 2008/2009,³ varför åren 2008 och bakåt är bortskalade. Anledningen är ändamålet att undersöka karaktären av dagens marknadsaktivitet. Därmed görs inga uttalanden eller värderingar kring hur studien och resultatet skulle ha sett ut historiskt för den period som omfattas innan de undersökta åren 2009 till 2013.

I detta arbete tas ett utpräglat aktieägarperspektiv. I detta sammanhang menas att de motiv som undersöks är ägarnas motiv och inte bolagets, bolagsledningens eller styrelsens. Även om en börsnotering alltid i något led beslutas av bolagsstämman, där ägarna utövar sin makt, kan den initierande idén komma från bolagsledningen eller styrelsen. Det är därmed essentiellt för förståelsen av arbetets undersökning att med motiv menas ägarnas motiv, oavsett om intresse för en börsnotering även finns inom bolagets ledning eller styrelse. Detta hänger således ihop med att exit-strategin är helt förbehållen ägarkretsen och att det är just denna faktor som ämnas undersökas.

I linje med att det är aktieägarnas perspektiv som är utgångspunkten, är det respektive bolags aktie och aktiens prestation på marknaden som undersöks inom ramen för begreppet värdeutveckling. Det är således inte värdeskapandet inom bolaget, exempelvis dess operativa vinstgenereringsförmåga, som är föremål för undersökning. Bolagets prestation är dock indirekt en faktor som i viss mån påverkar marknadsvärdet på aktien. Det relevanta för en investerarkrets är i förlängningen den faktiska avkastningen, vilken är kopplad till aktien i form av utdelningar och värdestegringar.

1.4 Disposition

Under inledningens avsnitt introduceras läsaren till ämnet, frågeställningarna och ramen för arbetet. Därefter följer ett utökat teoretiskt avsnitt, med redogörelse för dominerande och vedertagna teorier på kapitalmarknadsområdet och handel med finansiella instrument. Detta avsnitt kommer därmed att fungera som en teoretisk referensram, varifrån undersökning och analys tar sin utgångspunkt och ämnar förklara arbetets resultat. För att kunna orientera sig i den befintliga forskningen som finns på området kommer slutligen tidigare relevanta studier att presenteras. Därigenom blir läsaren uppmärksam på vad som har undersökts tidigare och var detta arbete kan kategoriseras in.

³ Tillväxtanalys, *Näringspolitik i kriser – vad kan vi lära av finanskrisen 2008-2009?*, 2012, s. 16-18.

Metodavsnittet syftar till att presentera tillvägagångssättet vid genomförandet av arbetet, såsom datainsamling och bearbetning av resultat. Detta avsnitt utgör den bas på vilken arbetets validitet, reliabilitet och replikerbarhet utgår ifrån.

Arbetets resultat och analys presenteras i särskilda avsnitt. Här framgår vad studien resulterade i, vad databehandlingen gav för resultat och slutligen en analys kring vad dessa resultat innebär mot bakgrund av de frågeställningar som arbetet vilar på.

Avslutningsvis redogör författarna för sina slutsatser av studien, samt ger vägledning i hur studien kan användas och tolkas, samt förslag på hur vidare forskning kan förbättra och/eller utveckla studien.

2 Teoretisk referensram och tidigare forskning

2.1 Teoretisk referensram

2.1.1 Kapitalmarknaden

Kapitalmarknaden är ett samlingsbegrepp för aktiemarknader och kreditmarknader. Dessa marknader fyller ett antal grundläggande syften såsom att exempelvis förmedla kapital mellan den som vill låna pengar och den som vill placera eller spara pengar. En marknad öppnar således i första hand för en effektiv resursallokering genom att matcha utbud och efterfrågan på kapital. Andra viktiga funktioner som framhålls är ofta möjligheten att minimera risker genom diversifiering (ränte- och valutarisker som säkras genom derivat) och tillgång till effektiva transaktioner och säkra betalningar, exempelvis genom intermediärer såsom banker. Kapitalmarknaden ses därför som en viktig samhällsfunktion och infrastruktur, där en bred skyddsreglering och myndighetstillsyn präglar tillvaron.⁴

Inträde till kapitalmarknaden, närmare bestämt värdepappersmarknaden, sker genom en notering av ett finansiellt instrument, exempelvis skuldinstrument såsom obligationer, eget kapitalinstrument såsom stamaktier eller hybridkapital såsom konvertibler och preferensaktier. Börsnotering för dock oftast tankarna till bolagets eget kapital och ägarkretsen till ett bolag, vilket även är undersökningsföremålet i detta arbete och således rätteligen faller in under aktiemarknaden.

2.1.2 Börsnoteringar och processer

För- och nackdelarna med att genomföra en börsnotering i sig, är ett väl utforskat ämne. Från denna forskning kan två tydliga, om än inte ömsesidigt uteslutande, huvudsakliga motiv för börsnotering urskiljas; att erhålla finansiering genom upptagande av eget kapital och/eller öka aktiernas likviditet och därigenom underlätta en eventuell framtida försäljning.⁵

Själva noteringsprocessen involverar ofta finansiella och legala rådgivare samt revisorer som bistår bolaget med erfarenhet och kompetens för att notera bolagets aktier. Genom en rad förberedelser för att göra bolaget börsfärdigt, tillståndsprcesser och godkännande från börsplatsen, tas slutligen aktiernas upp för handel på den aktuella marknaden. Olika marknader har

⁴ Riksbanken, *Den svenska finansmarknaden*, 2014, s. 6-9., http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/Finansmarknaden/2014/rap_finansm_140829_sve.pdf (2015-05-18).

⁵ Ritter, J. R., Welch, I., *A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations.*, *Journal Of Finance*, 2002, 57(4), s. 1795-1828.

olika spridningskrav på den andel av de totala aktiernas som måste ägas och handlas av allmänheten eller en spridd ägarkrets, så kallad *free float*. Denna andel måste således omsättas oavsett om ägarnas motiv är att behålla samtliga aktier eller inte. Det är därför vanligt att en börsnotering kombineras med en nyemission; antingen för att uppnå spridningskravet utan att sälja befintliga aktier, och samtidigt kapitalisera bolaget med ytterligare eget kapital. Det kan antas att en aktieägare, oavsett sina egna motiv, vill gynna bolaget finansiellt i syfte att maximera värdet på sitt egna aktieinnehav och därför även besluta om nyemission i de fall där den egna avsikten är att avyttra sitt aktieinnehav och nyemission är finansiellt motiverat för bolaget. Ofta är då den finansiella anledningen att inhämta riskkapital för att balansera bolagets kapitalstruktur, för att antingen förbättra möjligheterna till lånefinansiering eller direkt investera i riskfyllda projekt där lånefinansiering är svårtillgänglig.

För aktieägare vars primära mål är att göra en exit, är därtill av naturlig orsak även kopplat intresset av att sälja sitt aktieinnehav för högsta möjliga värde. Ett annat bolag som kan finna synergier via att slå samman respektive verksamheter, kan erbjuda ett högt pris för att förvärva bolaget genom en privat process utanför börsen. Om en sådan köpare inte finns, är svårt och kostsam att hitta eller det av andra anledningar finns en tro om att en notering skulle innebära en god värdeutväxling, kan börsnotering vara ett lockande alternativ. Om aktier erbjuds i samband med noteringen, tecknas dessa ofta genom ett anbudsförfarande inom visst på förhand bestämt prisintervall där bolaget erhåller en rad aktieorder från investerare, så kallad *book-building*. Härigenom sätts ofta erbjudandepriiset som aktierna säljs för innan de börjar handlas på marknadsplatsen, eller annars genom ett av ägarna exklusivt beslutat pris.

2.1.3 Investerarteori och exits

Vid en studie av börsnoteringar, oavsett om majoriteten av de utbudna aktierna är nyemitterade eller inte, gör sig frågan om informationskillnader mellan parterna gällande. De nuvarande ägarna, särskild om de är koncentrerade och aktivt arbetat med bolaget, har ofta tillgång till detaljerad intern information om företaget som en extern investerare, trots prospekt och analytikerrapporter, inte kan tillgå. Detta innebär att dessa ägare har bättre förutsättningar att kunna uppskatta aktiens verkliga värde än externa investerare och aktieanalytiker. Förekomsten av informationsövertag finner ytterligare stöd i forskning, som påvisat att ägare är mer benägna att notera bolaget i samband med gynnsamma marknadsförhållanden och att antalet

börsnoteringar faller kraftigt när så inte är fallet, exempelvis vid lågkonjunktur.⁶ Det senare har ansetts tyda på att ägarna har en bättre uppfattning av vad bolaget är värt och väntar med att genomföra börsnoteringen tills marknadens värdering matchar eller överstiger den egna värderingen.

I forskning har försäljning av aktier och exit i samband med börsnotering därför förklarats av ett antal tänkbara delmotiv. De två dominerande teorierna som härvid presenterats, innebär att avyttring sker antingen på grund av det nämnda informationsövertaget, ofta kallat för informationsasymmetri (eng. *informative selling hypothesis*), eller genom att aktieägaren vill diversifiera och sprida risken i sitt aktieinnehav eller rentav söker frigöra likvida medel (eng. *portfolio diversification hypothesis*). För en investerare är det senare motivet att föredra, vilket skulle innebära ett ”oskyldigt” avyttrande utan att ägaren utnyttjar sitt informationsövertag. Detta är dock i praktiken omöjligt för en investerare att veta, vilket innebär att en avyttring i princip alltid signalerar ett avyttrande som potentiellt kan vara baserat på sådan informationsasymmetri (i praktiken att bolaget är övervärderat).⁷ Att identifiera vilket av dessa motiv som förelegat vid en avyttring är synnerligen svårt, och studier kring detta saknas därför av naturliga skäl; där man istället observerat förekomsten av aktieavyttringar som sådana.

2.1.4 Begreppet aktieprestation och dess mätning

Det finns ett stort antal olika mått som kan användas för att mäta aktiers och aktieportföljers prestation. En av det mest utbredda och vedertagna av dessa mått är Jensens Alfa. Måttets uppbyggnad kan förstås mot bakgrund av den så kallade *Capital Asset Pricing Model* (nedan CAPM), som bygger på en portföljoptimeringslära där investeraren bör optimera den egna portföljen av tillgångar samt ett antagande om perfekt marknad, vilket leder till att rationella investerare håller identiska portföljer. Denna tänkta portfölj är den så kallade marknadsportföljen.⁸

⁶ Ritter, J. R., Welch, I., *A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations.*, Journal Of Finance, 2002, 57(4), s. 1795-1828.

⁷ Hsuan-Chi Chen, Sheng-Syan Chen, Chia-Wei Huang, *Why Do Insiders Sell Shares Following IPO Lockups?*, Financial Management, 2012, s. 813 – 847.

⁸ Sharpe, W., *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium*, Journal of Finance, September 1964., Lintner, J., *The Valuation of Risk Assets and the selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets*, Review of Economics and Statistics, Februari 1965., Mossin, J., “*Equilibrium in a Capital Asset Market*”, Econometrica, Oktober 1966., Bodie, Z., m.fl., *Investments*, Tata McGraw-Hill Education, 2009, kapitel 9.

CAPM förutspår att en investerare i övervägandet av att lägga till en ny tillgång till sin portfölj endast intresserar sig av hur denna tillgång påverkar risken av den totala portföljen, så kallad systematisk risk; beta (β).

CAPM-modellen kan beskrivas enligt följande uttryck:

$$E(r_i) = r_f + \beta(E(r_M) - r_f)$$

Där $E()$ anger förväntat värde, r_i är avkastning på tillgången/portföljen, r_M är avkastningen på marknadsportföljen och r_f är den risk-fria räntan.

Den systematiska risken, beta, definieras som:

$$\beta_i = \frac{Cov(r_i, r_M)}{\sigma_M^2}$$

Jensens alfa (α) mäter den del av en tillgångs avkastning som inte kan förklaras av CAPM, det vill säga överavkastningen relativt tillgångens systematiska risk, och definieras därför enligt följande:

$$r_i = \alpha_i + r_f + \beta(r_i - r_f)$$

CAPM har kritiserats som modell, främst mot bakgrund av antaganden om perfekt marknad som därmed skulle innebära att ingen tillgång skulle ha ett alfa skiljt från noll. Senare forskning har visat att det finns vissa faktorer hos investeringstillgångar som genererar systematisk högre alfa än vad CAPM-modellen förutsäger. En studie gjordes av Fama och French som fann att portföljer med små aktier och portföljer med hög ”book-to-market” (redovisat värde på eget kapital i förhållande till marknadsvärde) systematisk presterade bättre än marknaden i sin helhet.⁹ Senare studier har även funnit bevis för att så kallade momentum-strategier uppvisar samma mönster. Det finns fortfarande ingen tydlig teoretisk förklaring till varför så är fallet, men argument kan föras både för att detta motbevisar CAPM och för att dessa två faktorer fångar in andra typer av systematisk risk som faller utanför beta-definitionen.¹⁰

⁹ Fama, E. F., French, K. R., *Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies*, Journal of Finance 51, 1996, s. 55-84.

¹⁰ Carhart, M. M., *On Persistence in Mutual Fund Performance*, The Journal of Finance 52, 1997, s. 57-82.

2.1.5 Särskilda hänsynstaganden och justeringar

Vid en exit är en omedelbar försäljning av alla de ursprungliga ägarnas aktier inte önskvärd, då detta snabbt skulle riskera att översvämma marknaden och kraftigt pressa ned aktiekursen. Endast risken för att detta skulle kunna ske, avskräcker potentiellt investerare från att köpa eller teckna aktier i bolaget i samband med börsnoteringen, eftersom de inte på förhand med säkerhet kan avgöra de nuvarande ägarnas intentioner. För att undvika kraftigt prisfall och kurspåverkan, vilka skulle riskera att ge både negativ publicitet för bolaget samt ägarna, och skada investerarna, brukar därför aktierna i samband med noteringen ges ut till ett rabatterat pris (eng. *IPO discount*) samt en så kallad *lock up-period* föreskrivas, vilket innebär ett förbud mot ägarnas försäljning av mer än ett begränsat antal aktier inom viss tidsperiod efter börsnoteringen. Denna period varierar normalt mellan ett halvår och ett år.

Tidigare studier kring lock up-perioder visar att handelsvolymen i den genomsnittliga aktien efter periodens utgång momentant ökar med ca 40 %, och att den genomsnittliga avkastningen de tre närmsta dagarna motsvarar ca -1,5 %. Detta har förklarats av att de aktieägare som varit låsta av lock up-perioden i genomsnitt avyttrar innehav av relativt stora proportioner.¹¹

När tidigare privata bolag börsnoteras görs detta som nämnts ovan ofta till en rabatterad kurs. Denna kan observeras genom större kursökningar under första handelsdagen (mätt på skillnaden mellan erbjudandekursen och stängningskursen). Denna systematiska underprissättning har varit föremål för en lång rad av tidigare studier och fenomenet återfinns på nästan alla kapitalmarknader, och har observerats även i svensk data.¹² Det har i forskning beskrivits fyra distinkta kategorier av förklaringsmodeller för denna underprissättning; teorier baserade på asymmetrisk information, institutioner, kontroll samt beteenden (eng. *behavioral finance*).¹³ Teorierna om asymmetrisk information bygger således på att rabatten uppstår för att kompensera för säljarens bättre kunskap. Mingsheng, McInish och Wongchoti fann i sin studie av amerikanska börsnoteringar att effekten av snedvridet urval (eng. *adverse selection*), det vill säga risken att göra ett dåligt investeringsval på grund av informationsasymmetri, var lägst dagarna direkt efter noteringstillfället. De fann även att graden av informationsasymmetri var

¹¹ Field, L., Hanka, G., *The Expiration of IPO Share Lockups*, Journal of Finance 56, 2001, s. 471-500.

¹² Abrahamson, M., De Ridder, A., Chambers, D., *Valuation of Swedish IPO Companies: Who Receives the Money Left on the Table?*, 2:a uppl., Annual Nordic Financial Accounting, 2011., Ljungqvist, A., *IPO underpricing*, Handbook of Empirical Corporate Finance, 2005, 2, s. 375-422., Schuster, J. A., *IPOs: Insights from seven European countries*, 2003.

¹³ Ljungqvist, A., *IPO underpricing*, Handbook of Empirical Corporate Finance, 2005, 2, s. 375-422.

negativt korrelerad med avkastningen första handelsdagen.¹⁴ Institutionsförklaringen innebär att rabatten är ett resultat av marknadens uppbyggnad och egenskaper, främst bankers försök till prisstabilisering, skatteeffekter samt juridiska förhållanden. Kontrollteorierna innebär att rabatten är konstruerad för att bredda ägarbasen, och därmed minska externa aktieägares inflytande på bolaget efter att det noterats. Den sista gruppen teorier bygger på investerarens irrationella beteende, och hävdar att uppgången första handelsdagen snarare är ett resultat av att dessa spekulerar upp priset bortom bolagets verkliga värde.¹⁵

För att rensa för dessa rabatteffekter vid mätning av aktiers värdeutveckling är det vanligt att man justerar den totala mätperioden för första dagens avkastning (förstadagsavkastning/FDA) och därmed utesluta en rabatt beräknad enligt följande:¹⁶

$$\text{Noteringsrabatt} = \frac{\text{stängningskurs första handelsdag} - \text{erbjudandepris}}{\text{erbjudandepris}}$$

Utöver de riskjusteringar som följer av beräkningarna ovan, är en vanlig justering att ta hänsyn till bolagens branscher. Bolag påverkas inte bara av den bolagsspecifika risken, eller den totala marknadsrisken, utan också av den bransch i vilken bolaget är verksam i. Om ett fastighetsbolag jämförs med ett industribolag under en period då fastighetsbranschen blomstrar, är det inte representativt att direkt jämföra bolagen eftersom fastighetsbolaget har en fördel av att befinna sig i en gynnsam bransch. Istället kan då göras en branschjustering på exempelvis alfavärden, där bolagets alfa subtraheras med branschens alfa. Därmed erhålls en justerad alfa, som mäter aktiens prestation utöver branschen. En väletablerad standard för branschindelning följer den så kallade *Industry Classification Benchmark* (ICB), som är ett globalt standardsystem lanserat år 2005 av Dow Jones och London Stock Exchange och nu ägs samt drivs av FTSE International.¹⁷ Enligt detta system kan bolag i fallande ordning med undergrupper sorteras in i fyra kategorier; 10 stycken branscher, 19 stycken supersektorer, 41 stycken sektorer och 114 stycken undersektorer. Nasdaq, tillsammans med bland annat New York Stock Exchange, tillämpar denna indelning. En annan vanlig indelning är *Global Industry Classificat-*

¹⁴ Li, M., McInish, T. H., Wongchoti, U., *Asymmetric Information in the IPO Aftermarket*, Financial Review, 2005, s. 131–153.

¹⁵ Ibid.

¹⁶ Booth, J. R., & Chua, L., *Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing*, Journal of Financial Economics, 41(2), 1996, s. 291-310.

¹⁷ FTSE:s indelning av branscher, http://www.icbenchmark.com/Site/ICB_Structure (2015-05-18).

ion Standard (GICS), framtagen av Morgan Stanley Capital International (MSCI) och Standard & Poor's (S&P).¹⁸

2.2 Tidigare forskning

Liknande studier har gjorts där ledande befattningshavare och insiders avyttrat aktieinnehav i samband med börsnotering och vad detta haft för effekt på aktievärdet. Slutsatsen av den nämnda studien var att de bolag vars ledande befattningshavare avyttrat stora delar av sitt aktieäggande i genomsnitt hade en aktie som underpresterat de efterföljande tre åren, relativt marknaden.¹⁹

En mängd studier finns även av prestationsförmågan hos bolag som tidigare varit ägda av riskkapitalbolag.²⁰ Dessa studier mäter dock prestandan på riskkapitalägda bolag som börsnoterats i exit-syfte och utesluter inte att det föreligger någon ägarspecifik faktor hänförlig till riskkapitalägare, innebärande att deras prestanda skiljer sig från övriga nyligen noterade exit-bolag.

Det finns endast få studier som direkt undersöker hur ägarnas underliggande motiv påverkar företagets framtida utveckling. En sådan studie genomfördes dock 1994 av Jain & Kini.²¹ Denna undersökning jämförde hur nyligen noterade bolags operativa resultat skiljer sig från en kontrollgrupp bestående av noterade bolag inom samma bransch. Därefter undersöktes huruvida någon skillnad förelåg mellan bolag där de ursprungliga ägarna behöll ett stort ägande med de bolag där ägarna efter börsnoteringen sålde av sina aktier, och därmed genomförde en exit. Denna studie fann att det operativa resultatet för gruppen nyligen noterade bolag i helhet var signifikant lägre än för kontrollgruppen, men även att det fanns en signifikant positiv korrelation mellan operativ prestanda och de ursprungliga ägarnas kvarhållande av sina aktier.

¹⁸ MSCI:s indelning av branscher, <https://www.msci.com/gics> (2015-05-18).

¹⁹ Hsuan-Chi Chen, Sheng-Syan Chen, Chia-Wei Huang, *Why Do Insiders Sell Shares Following IPO Lockups?*, *Financial Management*, 2012, s. 813 – 847.

²⁰ Bergström, Grubb, C. M., Jonsson, S., *The operating impact of buyouts in Sweden: A study of value creation*, *Journal of Private Equity*, 2007., Cao, J., Lerner, J., *The performance of reverse leveraged buyouts*, *Journal of Financial Economics*, 91(2), 2009, s. 139-157., Coakley, J., Hadass, L., Wood, A., *Post-IPO Operating Performance, Venture Capital and the Bubble Years*, *Journal Of Business Finance & Accounting*, 34(9/10), 2007, s. 1423-1446.

²¹ Jain, B. A., Kini, O., *The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms*, *Journal Of Finance*, 49(5), 1994, s. 1699-1726.

3 Metod

3.1 Urval och population

Då Stockholmsbörsen, NGM samt First North är de handelsplatser för aktier som undersöks och alltså definieras som börsen i detta arbete, samt med begränsningen i tid från år 2009 till 2013, så utgör den totala populationen för denna studie samtliga börsnoteringar vid dessa handelsplatser mellan år 2009 till 2013. Några slutsatser om tiden dessförinnan är som beskrivits under avgränsningsavsnittet, inte föremål för detta arbete.

Istället för att göra ett urval studeras den totala populationen, vilket innebär att den deskriptiva statistik som presenteras inte erhålls genom statistisk inferens. Sådan inferens sker dock vid prövningen av huvudtesen. Information om noteringar insamlas från webbsidorna för Nasdaq OMX, avseende Stockholmsbörsen och First North, och Nordic Growth Market, avseende NGM. Härigenom identifieras samtliga observationer, som sedermera analyseras i nästa steg.

3.2 Rensning och behandling av observationer

Från urvalet görs en del rensningar av observationer mot bakgrund av syftet. Rensningarna omfattar de bolag som visserligen gjort en börsnotering i legal bemärkelse, men där observationen inte kan anses vara representativ för en börsnotering i den mening som avses i detta arbete. Samtliga noteringar som endast omfattar en mindre del av bolaget eller visst aktieslag, exempelvis notering av preferensaktier, utesluts därför från populationen. Fullständig förteckning över de bolag som publicerats som värdepappersnoteringar på börsernas webbsidor, men uteslutits från denna studie, framgår av Bilaga 1. Även anledning till rensning framgår i denna bilaga.

Någon skillnad görs däremot inte mellan de kvarvarande observationerna, utan istället betecknas samtliga bolag där merparten av aktierna listas såsom börsnoteringar. Detta innebär att även de bolag som gör en omlistning från en börs eller handelsplattform till en annan, behandlas på samma sätt som ett bolag som gör en börsnotering från att ha varit privatägt. Eftersom en exit kan göras genom att huvudägare i ett First North-bolag avyttrar sitt innehav efter en omlistning till Stockholmsbörsen, kommer dessa typer av bolag att inkluderas i analysen på samma premisser som övriga bolag som noteras. Detta blir särskilt viktigt eftersom ägare, som nämnts ovan i 1.3.1, kan välja att först lista bolaget på en mindre handelsplattform innan exit sedan sker på en utav huvudbörserna genom ett listbyte.

En särskild hantering sker dock av så kallade *spin-offs*, där börsnoterade bolag delar ut aktier i ett dotterbolag istället för kontant utdelning. Dotterbolaget blir därmed börsnoterat med samma ägarkrets som det tidigare moderbolaget. Dessa bolag inkluderas i all data, då de likväl är både börsnoteringar (i praktiken är dessa totala exits). I tidigare forskning utesluts ibland *spin-offs* av olika anledningar; i detta arbete inkluderas dessa i analysen inledningsvis. En rensning sker dock därefter av denna grupp i slutfasen, för att öka jämförbarhet mot tidigare studier. *Spin-offs* där dotterbolag säljs till extern part rensas dock inte, eftersom bolaget då omfattas av en exit till nya ägare.

3.3 Beräkning av ägande och kvarhållande av aktier

Någon allmängiltig definition av exit finns inte, även om synen på vad som är en exit ofta är underförstådd som en större avyttring av ägande.²² Eftersom denna koppling mellan avyttring av ägande och begreppet exit är allmänt vedertagen i finansbranschen och ekonomisk vetenskapsteori, mäts ägarfaktorn genom att beräkna det procentuella kvarhållandet från det att börsnotering gjorts. I detta arbete avses därför med exit, den situation där en ägare eller en grupp av de tio största ägarna, som innan börsnoteringen innehåft ett totalt ägande om minst 50 % av bolagets aktier, inom loppet av 15 månader från noteringen avyttrat mer än 50 % av sitt eller gruppens totala aktieinnehav i bolaget. Genom denna definition inkluderas med säkerhet dotterbolagsförhållanden, där en ägare kunnat äga minst 50 %, men även de förhållanden där en grupp med en begränsad krets om tio personer tillsammans äger minst 50 % och därefter gemensamt avyttrar en större del av sitt innehav.

Data för aktieägande erhålles genom SIS ägarservice²³, där de tio största aktieägarnas aktieinnehav, mätt i antal aktier vid tidpunkten för börsnotering, aggregeras till en gemensam grupp. Någon skillnad görs ej mellan aktieslag, utan samtliga aktieslag som utgör en del av bolagets aktiekapital inkluderas. Därefter uppmäts samma grups innehav 15 månader efter listningen, en period som valts för att inkludera listningar där lock up-perioden överstiger ett år. Genom att jämföra gruppens ägarandel vid dessa perioder är det möjligt att utläsa hur många aktier som avyttrats och den procentuella ägarförändringen efter respektive period. Genom att mäta antal aktier istället för procentuellt ägande minskas risken för att analysen av avyttring snedvrids av nyemissioner eller utspädning, samt att analysen blir koncentrerad till att enbart mäta

²² Divestopedias förklaring av ordet exit, <http://www.divestopedia.com/definition/918/exit-strategy> (2015-05-18).

²³ SIS Ägarservice AB, <http://nordic.aktieservice.se> (2015-05-18).

avyttringar. Detta antal aktier justeras dock manuellt vid behov, för att eliminera effekten från eventuellt genomförd aktiesplit, aktiesammanslagning eller indragning av aktier. Själva före- teelsen av dessa händelser identifieras genom att härleda förändringar i totalt antal aktier mel- lan perioderna och för dessa bolag använda Skatteverkets databas för aktiehistorik.²⁴ Både aktiesplit och aktiesammanslagning är en vanlig åtgärd i samband med börsnotering, både för att anpassa omsättningsbarheten i aktien på marknaden (antingen för få aktier med för höga värden eller för många aktier med för låga värden) och för att uppfylla de legala kraven på värdepapprens konstruktion, free-float. Dessa aktiejusteringar utläses därför primärt ur dessa bolags prospekt eller bolagsbeskrivningar, det vill säga de offentliga erbjudandedokument som upprättas inför listningarna och hämtas från både bolagens webbsidor samt Finansin- spektionens register för prospekt.²⁵

De ursprungliga ägarna sorteras in i ägandesfärer, exempelvis om två bolag ur samma kon- cern är upptagna som olika ägare i samma bolag, så kommer de att behandlas som en och samma ägare. Detta innebär att om en ursprunglig ägare är en del av en större koncern eller ett koncernliknande förhållande, och sedermera överlåter sin andel, även om genom försäljning, till ett annat koncernbolag, så bedöms detta i denna undersökning inte utgöra en exit, då ägan- det kvarhålls inom koncernens kontroll. Sortering på detta sätt möjliggörs genom att sådana grupper är grupperade i det rådata som erhålls från SIS ägarservice.

Samtliga beräkningar sker med hjälp av Microsoft Excel 2013²⁶. Ägardatan från SIS ägarser- vice är också möjlig att insamla i sådant programvänligt format (.xlsx). Efterföljande analyser och justeringar görs därför i respektive bolags xlsx-fil, där resultatet läggs in i ett separat do- kument innehållande samtliga analyserade bolag.

När mätningarna på data görs, utgår presentationen från en kvarhållandevariabel. Anledning- en till att kvarhållande mäts istället för avyttring, är de fall där kvarhållandet är över 100 % (investering). Skulle istället avyttring mätas, skulle negativa värden erhållas vid en investe- ring, vilket försvårar tolkningen av ägardatan.

²⁴ Skatteverkets databas för aktiehistorik, <http://www.skatteverket.se/aktiehistorik> (2015-05-18).

²⁵ Finansinspektionens prospektregister, <http://www.fi.se/Register/Prospektregistret> (2015-05-18).

²⁶ Microsofts programvara MS Office Excel, <http://products.office.com/sv-se/excel> (2015-05-18).

När ägardatan är extraherad för samtliga bolag grupperas dessa enligt den i arbetet gällande exit-definitionen. Detta innebär att bolag vars ägarkrets kvarhåller mindre än 50 % av sitt ägande klassificeras som en exit, medan övriga bolag klassificeras som icke-exits.

3.4 Mätning av bolagens prestanda

De bolag som analyserats med avseende på ägardata analyseras i nästa steg med avseende på aktiernas prestation på marknaden. Härvid görs inga justeringar för aktiedispositioner, utan aktiernas prestation analyseras fristående och kopplas istället till aktiedispositionerna genom att värdeutvecklingsanalysen sker på ett antal gemensamma förutsättningar vad gäller val av bolag och tidsram.

3.4.1 Val av mått och tidsperioder samt beräkning av aktiernas prestation

Det finns ett stort antal olika mått som kan användas för att mäta prestationen på aktier och aktieportföljer. I detta arbete används ett av de mest utbredda och vedertagna av dessa mått, Jensens alfa. Genom att använda detta alfavärde som mått på aktiernas prestation, förenklas tolkningen av resultatet samtidigt som det tillåter en enklare jämförelse mot resultatet i andra studier på kringliggande områden.

Vid beräkning av alfa hämtas data för de olika komponenterna och sätts därefter in i det uttryck som genererar ett alfavärde. För respektive bolag hämtas historisk data för avkastning, beta, riskfri ränta och marknadens avkastning. Avkastningen beräknas med ett totalavkastningsindex, vilket mäter avkastningen som om investeringen gjordes dag ett och samtliga utdelningar därefter återinvesterades i nya aktier. Historiska betan beräknas på korrelationen mellan den dagliga prisförändringen i aktierna och marknaden och inte på avkastningsindexet (som på grund av utdelningarna är mer trögörligt). Slutligen tas alfa fram för samtliga bolag enligt formeln nedan:

$$\alpha_i = r_i - r_f - \beta(r_M - r_f)$$

Som marknadsindex används OMX Stockholm Price Index (OMXSPI) som är ett kapitalviktat index innefattande samtliga aktier som handlas på Stockholmsbörsen.²⁷

²⁷ Nasdaq OMX, *Rules for the Construction and Maintenance of the NASDAQ OMX All-Share, Benchmark and Sector Indexes*, December 2014, https://indexes.nasdaqomx.com/docs/Methodology_NORDIC.pdf (2013-05-18).

Som riskfri ränta används räntan på en tvåårig svensk statsobligation. Denna ränta uppmäts vid samma dag som noteringen av aktien skedde. Då riksbanken anger räntan på årsbasis utförs en justering för att matcha samma tidsperiod som aktiekursutvecklingen mäts under, 15 månader. Denna ränta används då statsobligationer utgör ett tillgängligt investeringsalternativ för alla investerargrupper, till skillnad från exempelvis riksbankens inlåningsränta.

Som kontrollvariabler används storleken på de noterade bolagen och kvoten mellan deras bokförda värde och marknadsvärde, där båda måtten beräknar marknadsvärde enligt noteringskursen. Storleken representeras av bolagens marknadsvärde, och bokfört värde genom marknadsvärde representeras i analysen av kvoten book-to-market, varvid bokfört eget kapital divideras med marknadsvärdet för respektive bolag. Valet att inkludera dessa två variabler motiveras av resultatet från Fama och Frenchs studie. Det utförs dock inte någon kontroll för momentum-effekter. Anledningen till detta är att det vore omöjligt att mäta kursutvecklingen före noteringen för de bolag som tidigare varit privata samtidigt som det efter noteringen vore mycket svårt, om inte omöjligt, att urskilja momentum-effekter från vanliga kursutvecklingar. Indirekt ingår även marknadens utveckling och den riskfria räntan under samma period bland dessa variabler, dock inkluderas dessa direkt i alfaberäkningen.

Samtliga mätningar utgår från ägardatan och matchar denna med avseende på individuella bolag samt mätperiod om 15 månader. Prestationsmätningen sker även på kort sikt för att informationsasymmetrin kan antas gälla på kort sikt, då ägarnas vetskap om bolag och marknad kan antas inte sträcker sig längre än på kort sikt. En längre period om exempelvis tre år skulle också fånga andra faktorer, särskild med hänsyn till att aktieavyttringarna sker efter utgången av lock up-perioderna, vilket är tänkt att återspeglas inom 15-månadersperioden.

3.4.2 Anpassning och justering av data

Extremvärden

Någon rensning av extremvärden sker som utgångs punkt inte i den deskriptiva delen av resultatet (hur aktierna presterat under åren 2009-2013). Däremot tillåts sådan rensning, i det fall det förekommer uppenbara anomalier som inte på något sätt representerar populationen. Då detta sker med restriktivitet, anges rensningar i förekommande fall med tydlighet.

Introduktionsrabatt

Eftersom börsnoteringar präglas av den så kallade introduktionsrabatten, och denna är individuell för alla bolag, rensas för denna effekt i den slutliga analysen. Om inte detta görs skulle det i sådant fall kunna innebära att bolag med en stor rabatt relativt sett skulle ge intrycket av att prestera oerhört mycket bättre än ett bolag utan introduktionsrabatt när man mäter hur aktien har utvecklats över 15 månader. Eftersom rabatten förväntas regleras under den första handelsdagen, görs därför den slutliga mätningen på de alfavärden som baserad på en avkastning som är beräknad från 15 månader efter den dag som följer efter noteringsdagen (noteringsdag + 1). Genom att utesluta den första handelsdagen rensas därmed för rabattens effekt på mätningen av aktiernas utveckling.

Branschjustering

De första riskjusteringar som görs är de risker som följer av bolagens risker, det vill säga främst betavärden och marknadsexponering. Förutom att rensa för introduktionsrabatter, ställs även aktieutvecklingen för bolagen i relation till respektive bolags bransch genom en bruklig branschjustering enligt gällande branschdefinitioner (ICB).

Vi sorterar in alla undersökta bolag i olika branscher och justerar därefter bolagens alfa med respektive branschs alfa. Branschernas alfa beräknas på månadsbasis, för att justeras för de tidsintervall som bolagens alfa mäts, det vill säga månaden för börsnotering samt den månad som inträffar 15 månader därefter. För att kunna beräkna branschernas alfa görs en total branschindelning över hela marknaden (Stockholmsbörsen, NGM samt First North), där samtliga bolag sorteras in i de olika branscherna. Därefter beräknas varje enskilt bolags alfa som tidigare, för att slutligen beräkna branschens genomsnittliga alfa baserat på de bolag som ingår i branschen.

3.4.3 Datainsamling

Data för avkastning, marknadsindex (OMXSPI), beta, book-to-market, marknadsvärde samt branschindelning hämtas från en databastjänst som heter Datastream²⁸, vilken integrerats i verktyget Microsoft Excel 2013. Genom att kunna söka på enskilda bolag kan för varje bolag som observeras i ägardatan, hämtas finansiell information från Datastream. Genom att ange tidsperioder och datum erhålls historisk information. Information inhämtas genom både förin-

²⁸ Datastream är en tjänst som erhålls av Thomson Reuters och är en sekundärkälla som hämtar information från andra sekundärkällor samt primärkällor och strukturerar detta för sökbarhet. För börsnoterade bolag finns gott om information. <https://forms.thomsonreuters.com/datastream> (2015-05-18).

lagda variabler såsom exempelvis öppnings- och stängningspris på aktier, bolagens marknadsvärde, avkastning och branschtillhörighet, men även mer avancerade funktioner och uttryck som kan anges i programmet för att erhålla exempelvis historiska betavärden.

Data för att beräkna första handelsdagens avkastning, det vill säga introduktionsrabatten, hämtas även från prospekt och bolagsbeskrivningar samt Skatteverkets databas för aktiehistorik. Därigenom är det möjligt att identifiera erbjudandepriiset, vilket utgör grunden för beräkning av rabatten. För de bolag som tidigare varit noterade på en annan publik handelsplats och där inga nya aktier emitteras i samband med omnoteringen finns inget erbjudandepreis att tillgå. För dessa bolag används vid beräkningen istället den senaste stängningskursen före omnoteringen i avsaknad av bättre data. Vissa spin-offs sker även direkt genom en utskiftning av aktier till aktieägarna i det forna moderbolaget, det finns därför ej någon fastslagen erbjudandekurs. För dessa bolag beräknas avkastningen på skillnaden mellan första handelsdagens öppnings- och stängningskurs.

Data för att beräkna book-to-market hämtas även, i de fall där Datastream inte är uppdaterad, från årsredovisningar samt prospekt och bolagsbeskrivningar. Därigenom går att utläsa eget kapital, vilket ställs i relation till marknadsvärdet.

Data för den riskfria räntan hämtas från Riksbankens webbsida för räntelistor²⁹, där det är möjligt att direkt importera exempelvis statsobligationsräntor i xlsx-format för valda tidsperioder.

3.5 Genomförande av dataanalys och regression

När data för ägardispositioner och respektive aktiers prestanda är insamlade kopplas dessa samman i en gemensam analys för att se om det finns ett samband mellan exits och aktiens värdeutveckling och därigenom besvara den andra frågeställningen i detta arbete. Härvid används samma definition av exit och binära gruppering som vid den första frågeställningen om ägardispositionerna. I ett första steg sker en deskriptiv analys av hur respektive grupp presterat, medan det i ett andra steg görs en regression för att skatta samband och möjliggöra uttalanden om förekomsten av sådana samband mellan grupperna och aktiernas prestation.

²⁹ Riksbankens databas för referensräntor,
<http://www.riksbank.se/sv/Rantor-och-valutakurser/Sok-rantor-och-valutakurser> (2015-05-18).

3.5.1 Deskriptiv analys

En statistiskt och deskriptiv analys görs i första hand för att beskriva de relevanta åren och aktieprestationerna. Detta omfattar max- och minvärden, genomsnittsvärden, antal och summor, för att genom en sådan analys erhålla en verklig bild av observationerna och utvecklingen av aktierna inom respektive grupper, men även vad avser marknad och år.

3.5.2 Linjär regression

En linjär regressionsmodell skattas därefter, varefter regressionsanalysen genomförs i IBMs statistikprogram SPSS 22,³⁰ där koefficienterna beräknas enligt den allmänt vedertagna OLS-metoden (eng. *Ordinary Least Squares*):

$$\alpha_i = \beta_1(\text{book} - \text{to} - \text{market}_i) + \beta_2(\text{Storlek}_i) + \beta_3(\text{EXIT}_i) + \beta_4(\text{Handelsplats}_i)$$

Book-to-market anges som en kvot beräknat enligt 3.4.1 ovan, och förväntas ha en positiv koefficient. Storleken på det noterade bolaget förväntas inverka negativt på observerat alfa.

Exit är en dummy-variabel som antar värdet ett (1) ifall ägarna inom 15 månader efternoteringen avyttrat minst hälften av sitt innehav i bolaget. Om ingen eller avyttring i mindre skala skett, antar variabeln värdet noll (0). I de fall bolagen där ägarna gör exit systematiskt underpresterar marknaden, skulle regressionskoefficienten β_3 anta ett negativt värde.

Handelsplats är en dummy-variabel som antar värdet ett (1) ifall aktien är noterad på Stockholmsbörsen eller NGM, eller värdet noll (0) om aktien är noterad på First North. Anledningen till denna kontrollvariabel är att Stockholmsbörsen och NGM är reglerade marknader, medan First North är en MTF, varför marknadens karaktäristika skulle kunna påverka resultatet och utgöra en förklaringsfaktor.

³⁰ IBM:s programvara för SPSS,
<http://www-01.ibm.com/software/analytics/spss/products/statistics/index.html> (2015-05-18).

Resultatets signifikans bedöms genom ett hypotestest på variabeln β_3 . Nollhypotesen är således att det inte finns någon skillnad på exit-bolag och kontrollgruppen ($\beta_3 = 0$), mothypotesen är att exit-bolagen underpresterat ($\beta_3 < 0$). Eller nedan som uttryckt i gruppernas medelvärden:

$$H_0: \mu_{\alpha,Exit} = \mu_{\alpha, icke-exit}$$

$$H_1: \mu_{\alpha,Exit} < \mu_{\alpha, icke-exit}$$

3.5.3 Rensningar och robusthetstest av regression

För att säkerställa att resultatet är pålitligt och inte ett resultat av extremvärden under perioden, utförs ett antal robusthetstest och eventuella rensningar av datan om detta finnes nödvändigt. Slutligen rensas, som nämnts under avsnitt 3.2, även för spin-offs.

Vidare utförs test för de oberoende regressionsvariablernas korrelation med varandra, så kallad multikollinearitet. Om sådan förekommer skulle detta innebära att de individuella faktorernas påverkan på den beroende variabeln inte kan urskiljas och att deras signifikans skulle bli lägre. Detta kontrolleras för genom ett VIF-test (eng. *Variance Inflation Factor*), som fås genom en diagnos i SPSS. VIF-faktorn som fås baseras på en toleransnivå för multikollinearitet, där ett lågt värde är eftersträvansvärt. En samsyn kring tillräckligt värde är svårfunnen, där värden under 4-10 i många fall anses vara tillräckligt. I denna studie används en restriktiv gräns om 2,5. Som lägst kan VIF-värdet vara ett.³¹

Modellen kontrolleras därefter för heteroskedasticitet. Heteroskedasticitet innebär att modellens felterm (residualerna) inte är jämt fördelade bland de av modellen skattade värdena. OLS-regressionen bygger på ett antagande om homoskedasticitet. Förekomsten av motsatsen skulle innebära att den skattade linjen inte minimerar skattningsfelet, och att modellens förklaringsvärde varierar beroende på vilka värden på x-axeln som undersöks och därmed att precisionen i modellen minskar.³²

³¹ Djurfeldt, Larsson, Stjärnhagen, *Statistisk verktygslåda – samhällsvetenskaplig orsaksanalys med kvantitativa metoder*, 2:a uppl, 2009, Lund, sid. 364.

³² Ibid, sid. 367.

4 Data och resultat

4.1 Börsnoteringar och ägardispositioner

Efter att den ursprungliga datamängden om 117 stycken bolag rensades för den noteringsaktivitet som ej utgjort en representativ börsnotering samt bortfall av metodologiska orsaker enligt Bilaga 1, återstod 85 stycken bolag som föremål för analys. Rensningarna utgjorde 20 stycken observationer, medan bortfallen utgjorde 12 stycken observationer.

Under perioden 2009-2013 skedde ingen börsnotering på NGM. Brio AB noterade visserligen år 2009 preferensaktier på NGM, vilket dock enligt definitionerna i detta arbete uteslutits då det inte representerar en notering av bolaget som sådant utan enbart en del av aktiemassan.

Både Stockholmsbörsen och First North har däremot haft en frekvent noteringsaktivitet. Under perioden 2009-2013 noterades 36 stycken bolag på Stockholmsbörsen samt 49 stycken bolag på First North. Sett till år var den lägsta aktiviteten år 2012, med 11 stycken bolag, och högsta aktiviteten år 2011 med 24 stycken bolag.

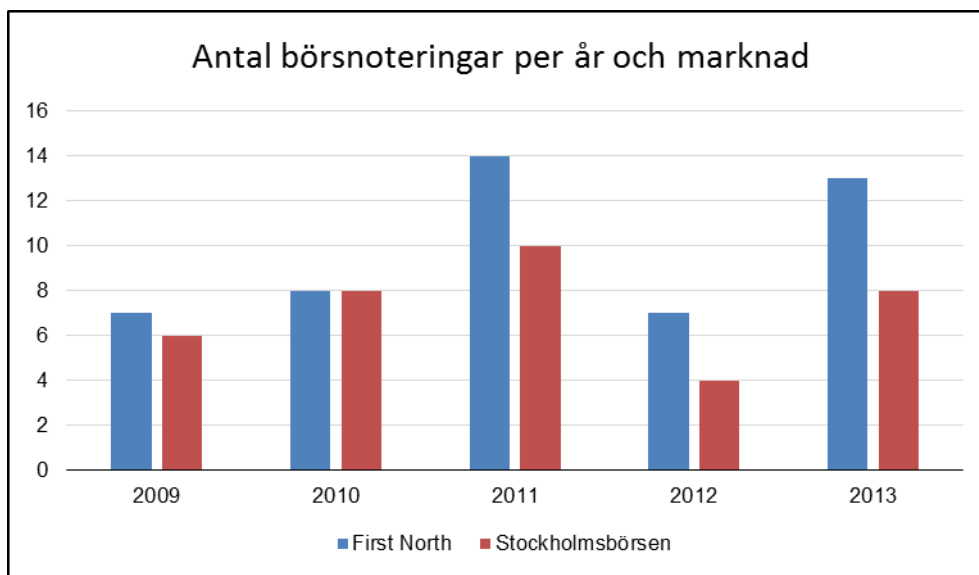


Fig. 1.

Vid fördelningen av börsnoteringar per bransch, som sedermera använts för branschrensning vid prestationsanalysen, framgick att hälsovård, teknologi och finans varit de dominerande branscherna för börsnoteringar under de aktuella åren.

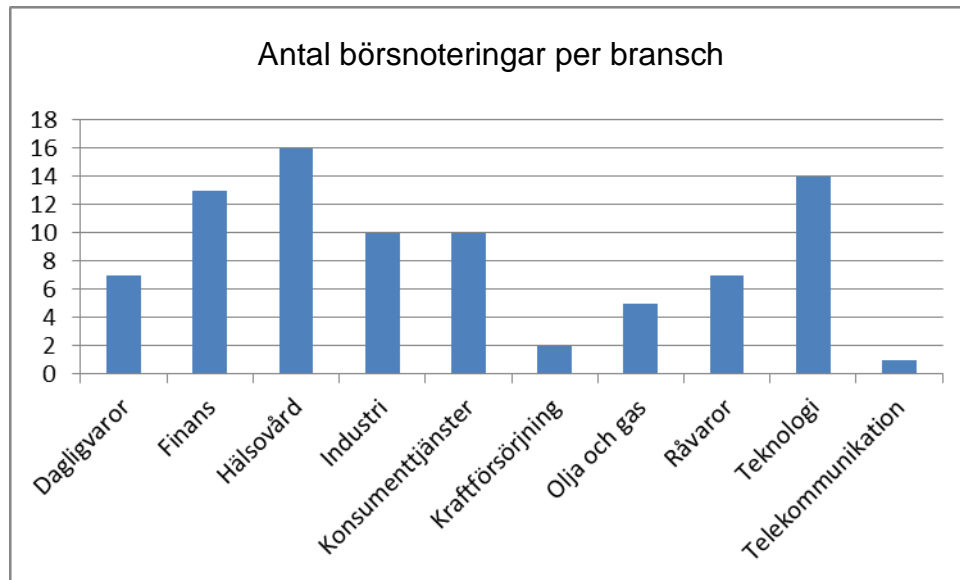


Fig. 2.

Av de undersökta bolagen utgjorde 22 stycken exit, det vill säga ca 26 % av totalt 85 bolag. Av dessa skedde 12 exits på Stockholmsbörsen och 10 exits på First North. Ägardatan visade även att det fanns stor skillnaden mellan åren, med lägsta antal exits år 2009 (endast en), samt högsta antal exits år 2011 (nio stycken).

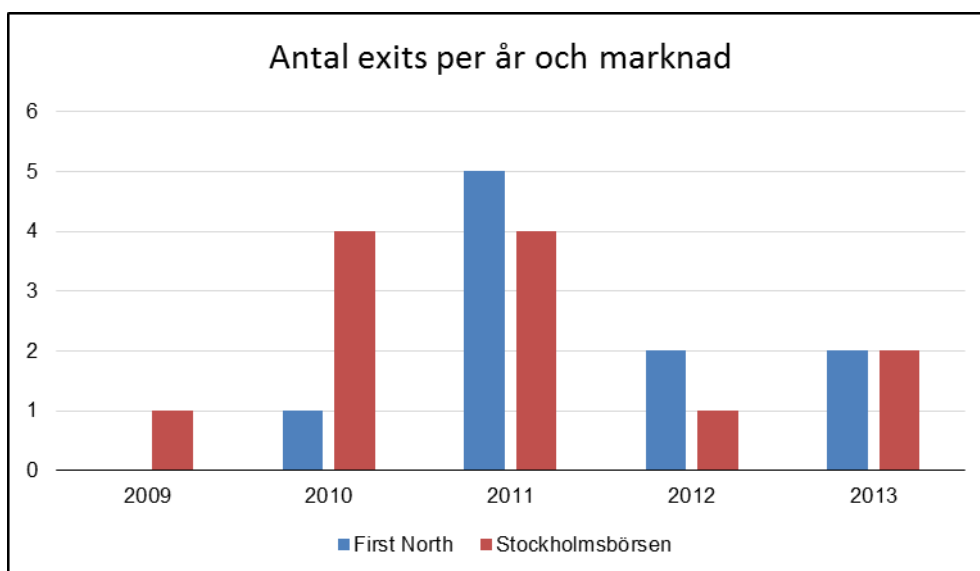


Fig. 3.

När de 22 exitbolagen fördelades över branscher, blev konsumenttjänster den vanligaste branschen för exit mellan dessa år. Hälften av de 10 börsnoterade bolagen gjorde således exit, samtidigt som konsumenttjänster var den fjärde mest aktiva branschen för börsnoteringar, på delad plats med industribranschen (där exit gjordes av två bolag). Inom telekommunikation, olja och gas samt kraftförsörjning förekom ingen exit (av totalt åtta börsnoteringar).

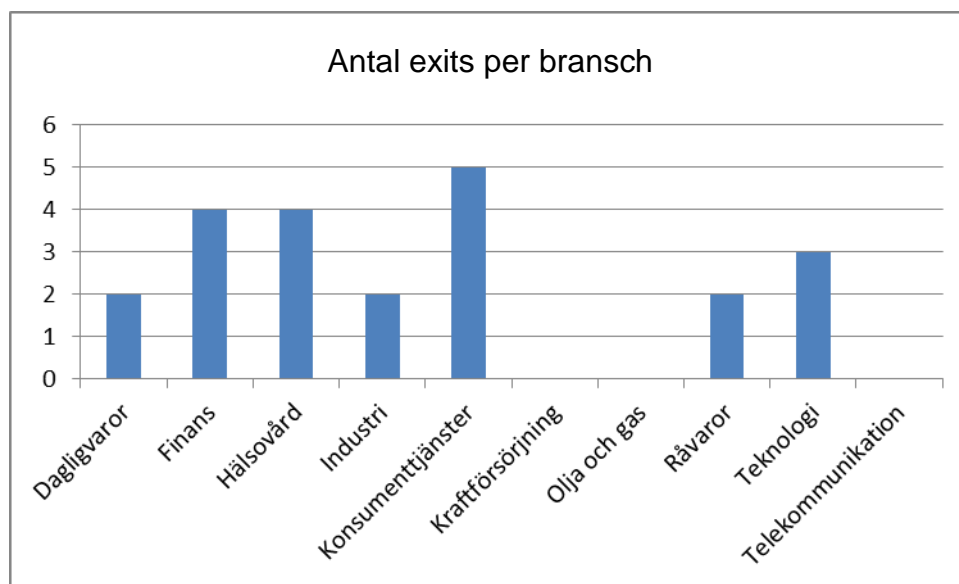


Fig. 4.

4.2 Värdeutveckling och samband

4.2.1 Avkastningssamband

Mätt i ren avkastning så underpresterade nynoterade bolagen marknaden i helhet direkt efter finanskrisen. Sedan 2011 vände dock utvecklingen och noteringarna har levererat samma, eller högre avkastning än marknadsindex.

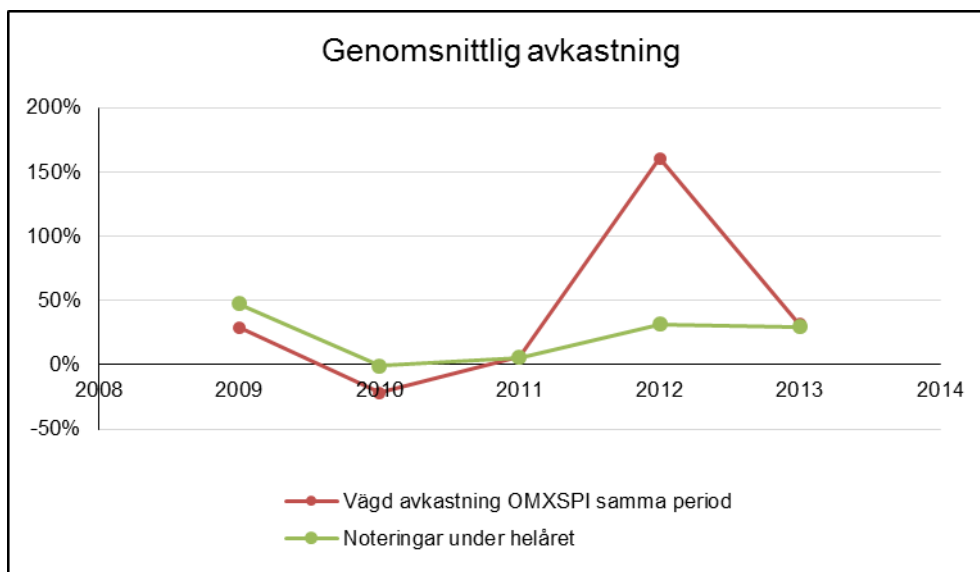


Fig. 5.

På bolagsnivå identifierades en extrem observation vid prestandamätningen, Arcam AB som noterades 2012 på Stockholmsbörsen. Aktiens värde steg med 1 395 % under de första 15 månaderna. När denna statistiskt unika observation rensades erhöles data som bättre beskrev år 2012 på ett representativt sätt. Denna resning gjordes därför framgent, dock med noteringen att Arcam AB i praktiken bidrog till en mycket hög avkastning bland bolagen år 2012 enligt ovan. Värdeutveckling därefter följde samma trender, om än med en utplanad utveckling år 2012.

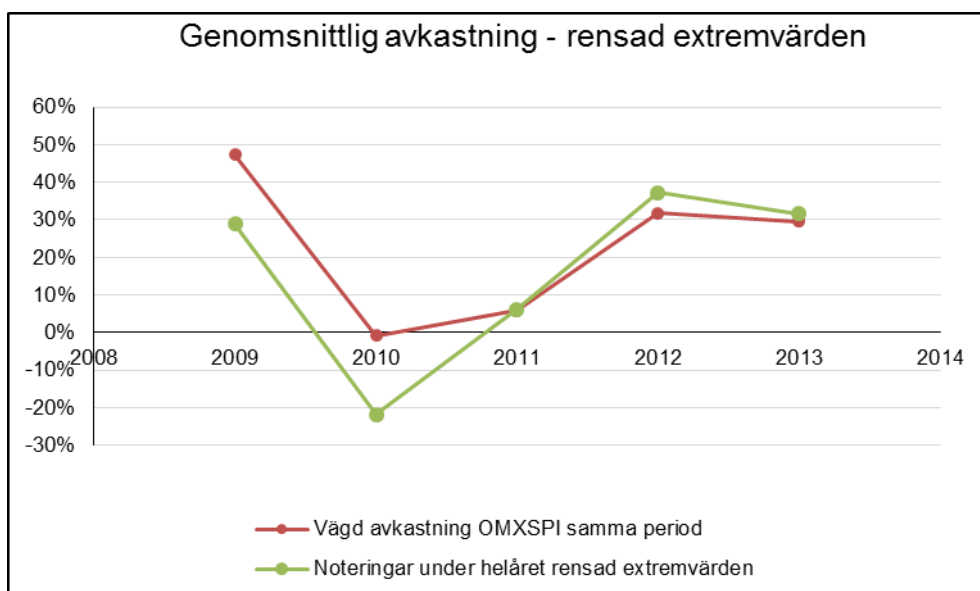


Fig. 6.

Efter efterföljande rensning av förstadagsavkastning, visades att den rensade avkastningen nära följde förändringen i totalavkastning. Den rensade avkastningen låg dock strax under den icke-rensade alla år utom 2010 och 2013.

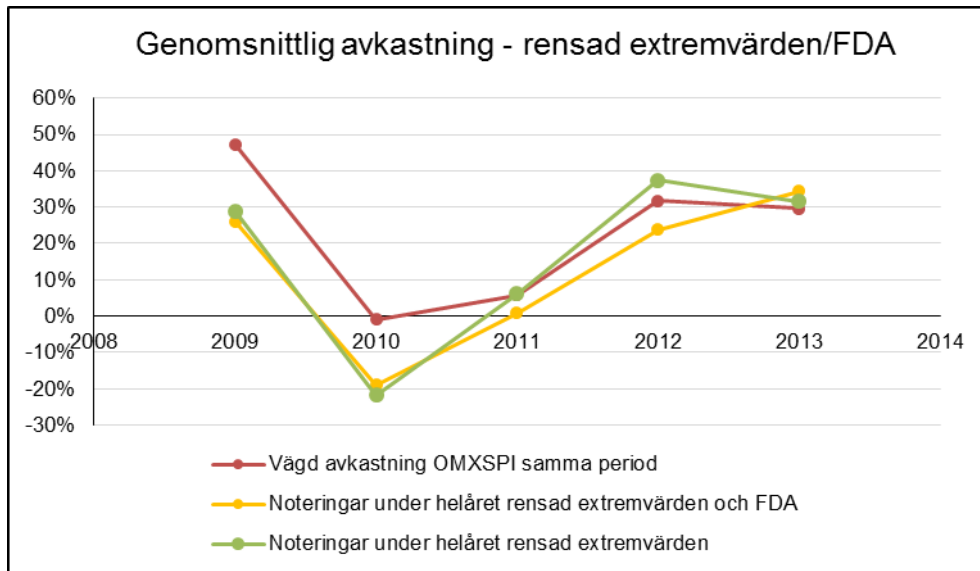


Fig. 7.

Diagrammen nedan visar att trots att förstadagsavkastningen totalt sett för populationen av noterade bolag var positiv (bortsett från år 2010 och 2013), var den oftast negativ för de enskilda bolagen. Detta beror på att de bolag som mätte uppgångar under första handelsdagen ökade mer i värde än vad de som gick ned förlorade i värde under första handelsdagen. Det förelåg dock en stor obalans mellan First North och Stockholmsbörsen, där den första hade en mycket högre andel negativ utveckling.

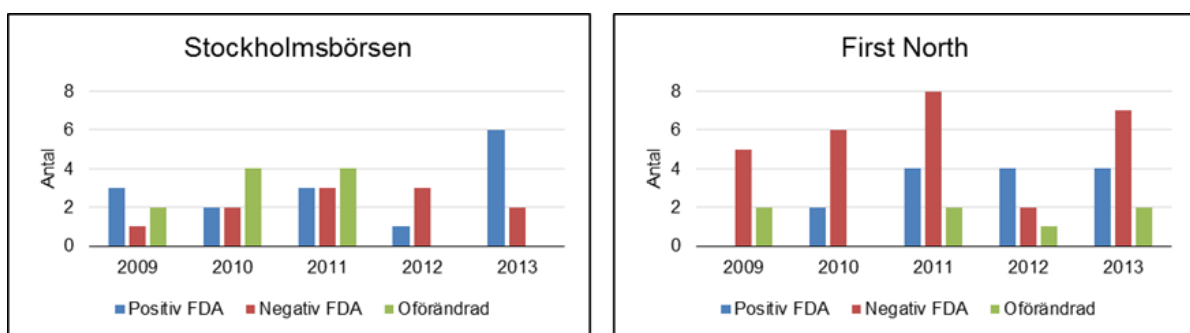


Fig. 8.

4.2.2 Överavkastningssamband

Den uppmätta överavkastningen (rensad för extremvärde, FDA och i detta steg också bransch) skiljde sig tydligt mellan handelsplattformarna, där noteringar på Stockholmsbörsen över hela perioden bortsett från år 2010 presterade bättre än marknadsindex medan First North-

noteringarna underpresterade före 2012. Noteringarna på Stockholmsbörsen presterade vid varje tidpunkt bättre än noteringarna på First North. Marknadens alfa var per definition noll.

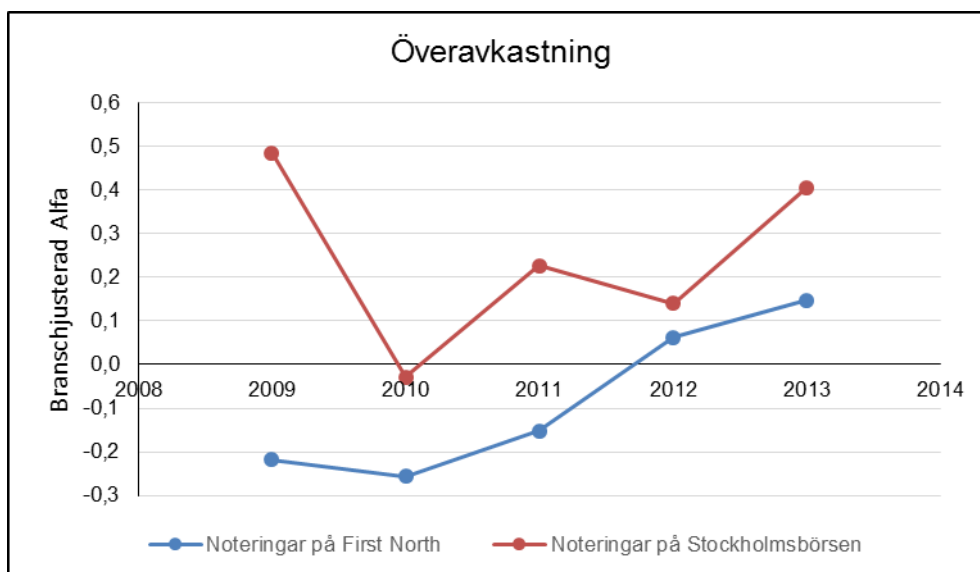


Fig. 9.

4.3 Skillnad mellan gruppernas prestationer

Tabellen nedan visar skillnaden i aktiernas överavkastning för de respektive grupperna åren 2009 till 2013, rensad för förstadagsavkastning (FDA), branscher och extremvärde. Under denna period underpresterade i genomsnitt exitbolagen marknaden, medan de bolag som ej utgjorde exits i genomsnitt presterat en överavkastning. På en aggregerad nivå för samtliga bolag inom de båda grupperna, underpresterade gruppen av exits med ett totalt alfa om -1,13, jämfört med gruppen av icke-exits som överpresterat med ett totalt alfa om 6,28.

Deskriptiv Statistik: Överavkastning per grupp

		Antal	Minimum	Maximum	Summa	Medel	Standardavvikelse
Ej exit	Justerad Alfa	62	-1,13	3,30	6,28	,1013	,87177
Exit	Justerad Alfa	22	-,74	,98	-1,13	-,0514	,50252

Exit-gruppen underpresterade i förhållande gruppen av icke-exits under alla år utom 2010, där båda grupperna hade tydligt negativa alfan. Exit-gruppen genererade endast en låg överavkastning vid två år (2009 och 2013), medan icke-exit noteringarna gav en större överavkastning under alla år utom 2010.

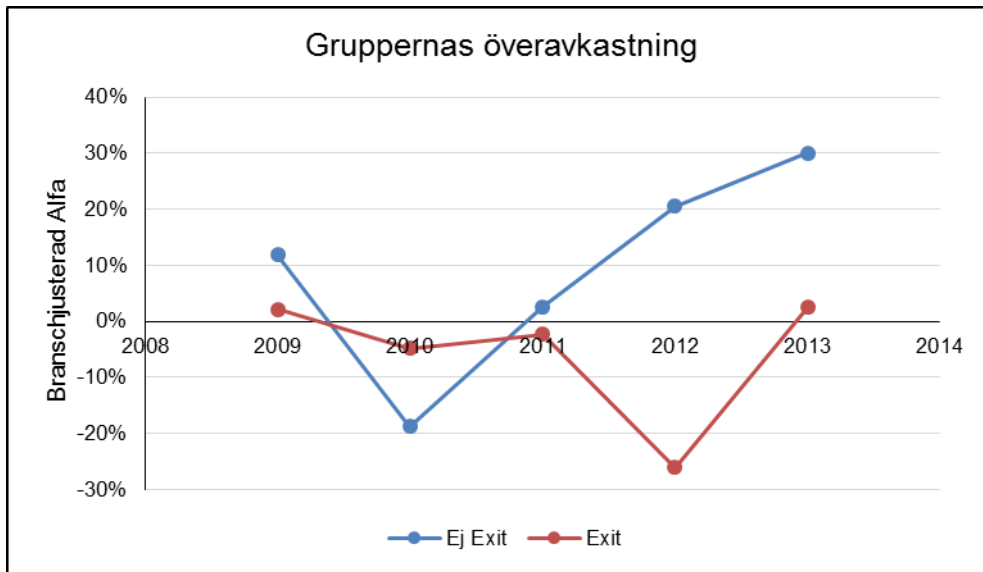


Fig. 10.

Exit-bolagens underprestation fanns vid båda av de studerade handelsplatserna. First North-noteringarna följde mönstret från handelsplattformen i sin helhet och levererade under perioden kraftigt lägre avkastning än noteringarna på Stockholmsbörsen. På en aggregerad nivå visades att First North underpresterat marknadsindex i båda grupperna medan Stockholmsbörsen överpresterad i båda grupperna.

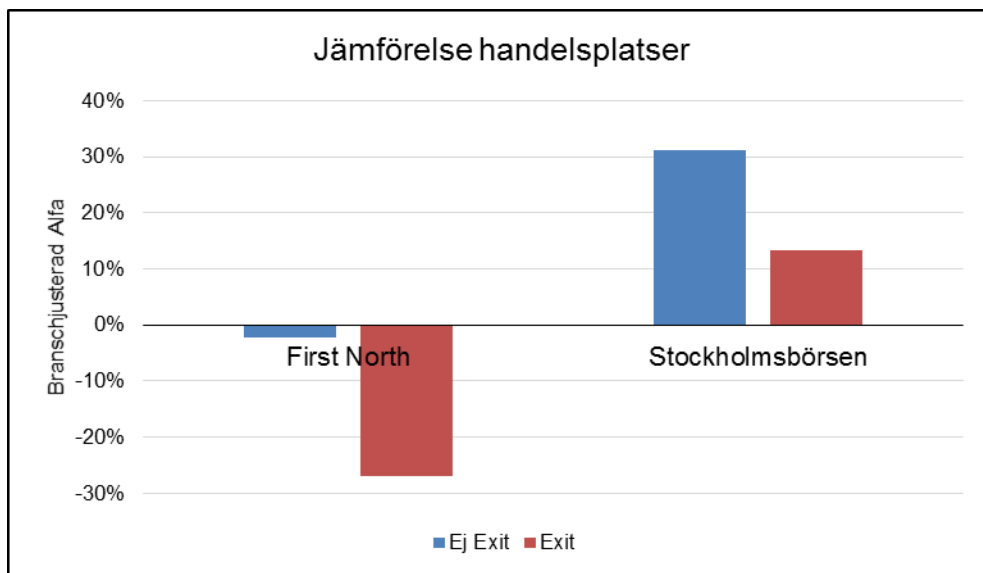


Fig. 11.

Förstadagsavkastningen, som fångar introduktionsrabatten, visade att exit-bolagen hade under perioden en genomsnittlig FDA på 3,9 % medan gruppen av icke-exits hade en genomsnittlig FDA på -1,2 %.

Deskriptiv Statistik: Avkastning första handelsdagen

	Antal	Minimum	Maximum	Medel	Standardavvikelse
Ej exit FDA	62	-,32	,73	-,0124	,14375
Exit FDA	22	-,26	,89	,0386	,22958

4.4 Regressionsanalys

Den första regressionsanalysen, där inga justeringar utöver ovan görs (extremvärden, FDA samt branscher), visar ingen signifikant skillnad mellan grupperna. Skillnaden som observerades under perioden kan inte generaliseras med stöd av resultatet nedan. Ytterligare finnes att storleken på bolagen samt price-book variabeln inte tillför något signifikant förklaringsvärde. Handelsplatsvariabeln var signifikant på en nivå om 3 %.

Regressionskoefficienter^a

Regressionsmodell	Ostandardiserade koefficienter		Standardiserade koefficienter	t	P-värde (tvåsidigt)
	B	Std.fel	Beta		
1 (Konstant)	-,030	,128		-,232	,817
Handelsplats	,386	,199	,241	1,933	,057
Marknadsvärde	-3,501E-5	,000	-,044	-,352	,726
Price_book	,001	,008	,019	,171	,865
Exit	-,202	,201	-,113	-1,007	,317

a. Beroende Variabel: Alfa_bransch_just

De P-värden som beräknas av SPSS är för ett dubbelsidigt hypotestest. Eftersom det i detta arbete används ett enkelsidigt test, beräknas p-värdet för ett enkelsidigt test såsom hälften av det tvåsidiga testets p-värde, alltså en signifikansnivå om ca 16 %.

Då antalet exit-observationer är få, bygger P-värdet även på ett antagande om att populationens överavkastning följer en ungefärlig normalfördelning.³³

Som nämnts tidigare är en vanlig justering att utesluta spin-offs av olika skäl. Om sådan sedvanlig rensning av spin-offs görs, erhålls ett P-värde under 5 %.

Regressionskoefficienter^{a,b}

Regressionsmodell		Ostandardiserade koefficienter		Standardiserade koefficienter		P-värde (tvåsidigt)
		B	Std.fel	Beta	t	
1	(Konstant)	-,027	,135		-,197	,845
	Handelsplats	,367	,224	,224	1,642	,105
	Price_book	,001	,008	,012	,101	,920
	Marknadsvärde	-2,277E-5	,000	-,027	-,193	,847
	Exit	-,425	,252	-,204	-1,684	,097

a. Beroende variabel: Alfa_bransch_just

b. Endast observationer då Spin_off = ,00

4.5 Robusthetstest

4.5.1 Test av Exit-definitionen

Resultatet (rensat för spin-offs) håller för sänkningar av exit-gränsen, och ökar även i styrka då antalet observationer blir större. Resultatet visar på en signifikansnivå om under 2 %, att företag som kvarhåller mer än 60 % presterar bättre än de som avyttrar mer än 40 %.

Regressionskoefficienter^{a,b}

Regressionsmodell		Ostandardiserade koefficienter		Standardiserade koefficienter		P-värde (tvåsidigt)
		B	Std. Error	Beta	t	
1	(Constant)	,030	,138		,218	,828
	Handelsplats	,352	,220	,214	1,598	,115
	Marknadsvärde	-2,889E-5	,000	-,034	-,252	,801
	Price_book	,000	,008	,002	,017	,987
	Exit_60	-,484	,217	-,259	-2,232	,029

a. Beroende variabel: Alfa_bransch_just

b. Endast observationer då Spin_off = ,00

³³ Detta eftersom antalet observationer är otillräckligt för att uppfylla den centrala gränsvärdessatsen, där en grupp av ett stort antal observationer, oavsett individuella sannolikhetsfördelningar, tillsammans erhåller en summa som närmar sig en normalfördelning.

Åt andra hållet, om kvarhållandet motsvarar 40 % eller mer, minskar det redan mycket begränsade antalet observationer för mycket för att något signifikant resultat skall kunna urskiljas. Detta kan dock snarare vara ett resultat av det begränsade urvalet, än en effekt av exitgränsdragningen.

Regressionskoefficienter^{a,b}

Regressionsmodell	Ostandardiserade koefficienter		Standardiserade koefficienter	t	P-värde (tvåsidigt)
	B	Std. Error	Beta		
1 (Konstant)	-,042	,136		-,308	,759
Handelsplats	,346	,225	,211	1,536	,129
Marknadsvärde	-3,850E-5	,000	-,045	-,326	,746
Price_book	,001	,008	,014	,122	,903
Exit_40	-,347	,287	-,145	-1,210	,230

a. Beroende variabel: Alfa_bransch_just

b. Endast observationer då Spin_off = ,00

4.5.2 Test för multikollinearitet

Testet av multikollinearitet ger ett VIF-värde omkring ett för samtliga av variablerna, det finns därför inget som tyder på att multikollinearitet förekommer i regressionen.

Regressionskoefficienter^{a,b}

Regressionmodell	Ostandardiserade koefficienter		Standardiserade koefficienter	t	P-värde	Test för multikollinearitet	
	B	Std. Error	Beta			Toleransnivå	VIF
1 (Konstant)	-,027	,135		-,197	,845		
Handelsplats	,367	,224	,224	1,642	,105	,716	1,396
Marknadsvärde	-2,277E-5	,000	-,027	-,193	,847	,691	1,448
Price_book	,001	,008	,012	,101	,920	,980	1,020
Exit	-,425	,252	-,204	-1,684	,097	,907	1,102

a. Beroende variabel: Alfa_bransch_just

b. Endast observationer då Spin_off = ,00

4.5.3 Test för heteroskedasticitet

Då SPSS inte innehåller något statistiskt test för heteroskedasticitet, görs istället en grafisk kontroll. Medan residualernas spridning är till synes lägre vid negativa regressionsvärden på modellen, är det inte tydligt att detta ej endast är ett resultat av att det finns färre observationer med negativa regressionsvärden. Modellen präglas således inte av någon tydlig heteroskedasticitet.

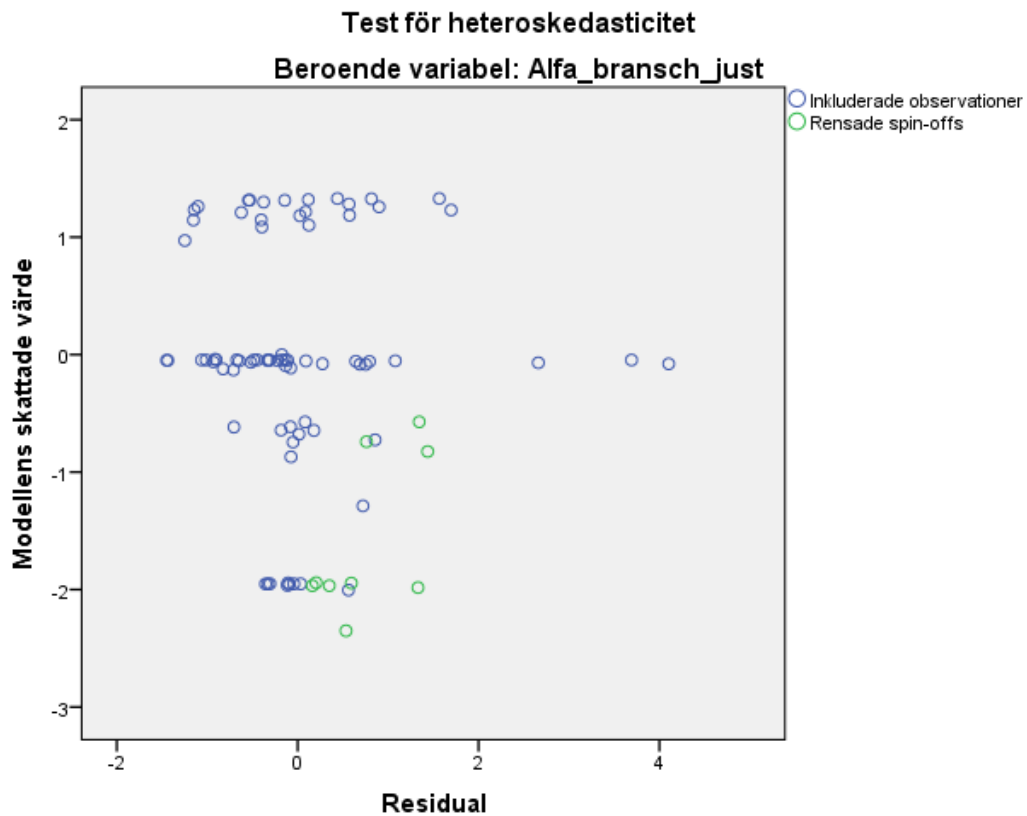


Fig. 12.

5 Analys

5.1 Börsnoteringar och ägardispositioner

Under perioden 2009-2013 fann vi att ca 26 % av samtliga noteringar utgjordes av exits. Om detta är högt eller lågt kan svårligen besvaras då det saknas statistik över exits på den svenska marknaden både innan och efter denna period. Siffran är varken anmärkningsvärt hög eller låg. Vad som kan konstateras är dock att 2011 stod för den större aktiviteten, 24 stycken noteringar varav 9 stycken exits (ca 35 %). Detta ligger i linje med gällande finansteori, att noteringar och exits ökar i en tid då marknaden är gynnsam. Då vi såg att marknaden vänt och brant utvecklats positivt under perioden 2011-2012, kan detta förklara den höga siffran.

Detta kan ställas i relation till år 2009 med 13 stycken noteringar och enbart en exit, vilket skedde under ett år då marknaden fortfarande presterat dåligt. Att exits ökar året därpå då marknaden stabiliserats, kan således tänkbart förklaras av att företagsvärderingarna blir ökat positiva och en avyttring därför ter sig lämplig. Det är under dessa år tydligt att för varje år som marknaden utvecklas negativt, minskar antalet exits i förhållande till föregående positiva period, för att sedan öka under de år marknaden utvecklas positivt. Antalet exits följer därför under den undersökta perioden lutningen på marknadstrenden. Att antal noteringar har en mer utslätad fördelning än antal exits kan främst förklaras av motiven till börsnotering, vilket utöver att öka aktien omsättningsbarhet och likviditet (delvis ett exit-motiv) i dessa fall kan förklaras av bolagens finansieringsbehov.

Finansieringsbehovet kan antas vara delvis bolagsspecifikt och därmed fränkopplat marknadsutvecklingen. Det kan även tänkas vara så att ett bolag tvingas in på börsen för att söka kapital även i dåliga tider och låga värderingar. Vi har i undersökningen identifierat ett par anonymiserade bolag som tvingats in på börsen på grund av kapitalsbrist, som erhållit låg värdering och sedermera gått i konkurs. Det kan därför antas att sådana bolag inte har samma möjligheter att planera sin notering för att matcha de bästa marknadsförutsättningarna. Att planera en exit i ett sådant bolag är således enklare, där ägarna kan kvarhålla sina aktier tills marknaden är gynnsam - givet att bolaget överlever. Detta kan vara en tänkbar förklaring till att exits ännu närmre följer marknaden än vad antalet noteringar gör.

5.2 Skillnad mellan gruppernas prestationer

5.2.1 Perioden 2009-2013

I resultatet framgår att bolagen där ägarna gjorde exit underpresterade, i förhållande till gruppen av bolag där ägarna ej gjorde exit, samtliga år i undersökningsperioden förutom 2010. En möjlig delförklaring till det avvikande resultatet under 2010 är att Stockholmsbörsen under hela perioden presterat bättre än First North och av de fem exits som skedde 2010 gjordes fyra på Stockholmsbörsen, medan det totala antalet noteringar var samma på båda handelsplatserna.

Analysen ger visst stöd för att det funnits en informationsövertagsfaktor i ägarnas val att avyttra eller ej. Det är tydligt att exitbolagen underpresterat under perioden, vilket ligger i linje med resultat från tidigare internationell forskning. Även introduktionsrabatten under dessa år var 5,1 procentenheter större i bolag där ägarna senare valde att göra exit än i gruppen av bolag vars ägare inte gjorde exit (från -1,24 % till 3,86 %). Att rabatterna i sin tur kan anses vara låga får ses mot bakgrund av att rabatten räknats ut genom förstadagsavkastningen under en period då marknaden gått dåligt; i synnerhet First North, som i sin tur stod för de flesta antalet noteringar och därmed även de flesta negativa FDA-observationerna. Flertalet noteringar utgjordes även av omlistningar, där rabatt således saknats i avsaknad av formellt erbjudande eller där den tänkta förstadagsavkastningen på den nya handelsplatsen helt jämnat ut sig på förhand genom spekulation och handel på den tidigare publika handelsplatsen.

Mot bakgrund av att en hög rabatt kommer ur en låg investerarvärdering, tyder den relativt stora rabattskillnaden mellan grupperna på att marknaden uppmärksammat att försäljningen, även om så inte alltid är fallet, potentiellt kunde ske som ett resultat av ägarnas informationsövertag och att investerarkåren därmed krävde kompensation för att bära den ytterligare risken associerad med detta. Trots att det kan antas att en del av dessa exits gjordes av diversifieringsskäl, tyder alltså blotta risken för informationsasymmetri på att investerare med osäkerhet om detta reagerar negativt på signaleringseffekten av en tänkbar exit.

En investerare med en kort investeringshorisont borde således med stöd från resultatet ovan, under den undersökta perioden ha iakttagit särskild försiktighet när de tidigare ägarna började avyttra sina aktier, då dessa företag i snitt levererat lägre avkastning. Undersökningen finner vidare att noteringar vid Stockholmsbörsen presterade bättre än noteringar vid First North samtliga år sedan 2009. Trots exit-bolagens generella underprestation, presterade i snitt exit-

bolag på Stockholmsbörsen bättre än icke-exit-bolag på First North. Skillnaden mellan gruppernas prestation var dock ungefär densamma inom respektive handelsplats (se Fig. 11), vilket innebär att First North inte i något avseende var ett bra forum för investeringar under perioden och att Stockholmsbörsen i genomsnitt genererade en överavkastning oavsett val av grupp att investera i. Kanske är det skillnader mellan reglerade marknader och MTF:er som träder fram i detta avseende, då de reglerade marknaderna ställer strängare krav på internkontroll, ägaroberoende, informationsgivning och transparens i allmänhet.

Endast en jämförelse av gruppernas överavkastning under perioden säger dock inget själva orsaken till exit-bolagens lägre avkastning. För att dra några bredare slutsatser samt undersöka resultatets generaliserbarhet bör regressionsanalysen beaktas.

Det bör vidare åter uppmärksammas att det förekommit ett antal speciella marknadsfaktorer under perioden vilka riskerar att reducera resultatets generaliserbarhet om dessa i framtiden skulle ändras. Exempel på sådana faktorer innefattar, men är inte begränsat till, återhämtningen från den finansiella krisen under år 2009 samt det speciella ränteläget med mycket låg avkastning på obligationsmarknaden.

5.2.2 Generaliserbarhet och vidare analys

För att bedöma regressionsanalysens trovärdighet bör det först kommenteras huruvida uteslutandet av spin-off noteringar är förenligt med de teoretiska modellerna som använts. Denna grupp av spin-offs genererade under perioden högre överavkastning än övriga bolag inom exit-gruppen. Detta ligger i linje med vad som vore väntat ifall teorin om informationsasymmetri håller, eftersom spin-offs i sådant fall inte kan likställas med exits i vanlig bemärkelse. Risker för den nya investeraren vid en traditionell exit är att säljaren har bättre kunskap om företaget och dess utveckling, och avyttringen därmed signalerar att bolaget är övervärderat. Vid de utrensade spin-off-noteringarna skedde ingen traditionell transaktion mellan sådana parter med varierande information. Transaktionen gick istället ut på att moderbolaget (den tidigare ägaren) skiftade ut andelar i dotterbolaget till sina egna aktieägare. Dessa lämnade inte någon motprestation och inte heller skulle ledningen ha något att vinna på att utnyttja ett informationsövertag då all vinst från detta skulle tillfalla samma grupp av aktieägare. Mot bakgrund av detta, och mot resultatet ovan, ter sig således denna resning befogad.

Den rensade regressionsmodellen ger att nollhypotesen, att exit-bolag inte underpresterar, kan förkastas på en signifikansnivå om 5 %. Försiktighet bör dock iaktas vid en tolkning av detta

samband då det är få observationer som mäts och då överavkastningen mäts på kort sikt (15 månader efter noteringstillfället). Ytterligare kan det under perioden ha förekommit särskilda och svårkontrollerade externa marknadsfaktorer som påverkat gruppernas respektive överavkastning. Testet i sig visar inte vilken faktor (exit samt överavkastning) som driver den andra. Aktiens underprestation skulle på så vis kunna vara orsaken till att ägarna väljer att göra exit. Den årliga datan ger dock inget tydligt stöd för en sådan tolkning. Om förhållandet var sådant att låg överavkastning orsakade exits, skulle relationen beskriven i 5.1, att antalet exits minskar kraftigt när marknaden utvecklas negativt, svårligen kunna förklaras.

Även om resultatet tas som given, framstår två vitt skilda tolkningar av den observerade korrelationen. Ägarnas avyttring kan å ena sidan vara en trovärdig signal på att bolagets framtida (främst operationella) utveckling är mindre gynnsam och att en lägre värdering därmed är berättigad. Det skulle dock å andra sidan räcka med att externa investerare uppfattar avyttringen som en negativ signal, även om en sådan uppfattning vore felaktig, för att signalen i sig skulle resultera i den lägre överavkastningen genom att bolaget undervärderas.

För en passiv investerare som förlitar sig på studiens resultat och inte aktivt analyserar enskilda bolag skulle dock, oavsett anledning och tolkning, det rationella valet vara att utesluta investera i en bred grupp av bolag på Stockholmsbörsen samt att undvika aktier där de befintliga ägarna kommunicerat en potentiell exit. För att ge denna rekommendation skulle under alla omständigheter ett större urval av år och noteringar behövas, för att med en mer träffsäker regression kunna uttala sig kring om detta samband kvarstår under olika marknadsförhållanden och inte enbart vid de specifika förutsättningarna under åren 2009-2013. Om än inte med lika starka resultat, tyder tidigare på forskning att trenden i sådan undersökning skulle kunna röra sig i denna riktning.

6 Slutsats

Undersökningen finner att bolag i vilka ägarna gjort exit efter börsnotering i snitt underpresterat i förhållande till både marknadsindex och de bolag i vilka ägarna ej gjort exit efter börsnotering under perioden 2009-2013. Resultatet ligger i linje med tidigare internationell forskning på området samt ger indikativt stöd för teorin att informationsasymmetri spelar en roll i marknadens prissättning av aktier.

Resultatet bekräftas med en regressionsmodell där exit-gruppens underprestation är signifikant på 5-procentsnivå. Ingen entydig tolkning kan dock göras av resultatet, som likväl kan vara ett resultat av att avyttringen förutspår lägre framtida operativ prestanda som att marknaden överreagerar på försäljningen och pressar ned värderingen under bolagets verkliga värde.

Trots regressionsresultatet krävs det stor försiktighet vid generalisering av resultatet över tid och till andra marknadsplatser. Detta både på grund av det begränsade antalet noteringar vilka gjordes på svenska handelsplatser under perioden samt det särskilda marknadsläget.

7 Bidrag och förslag på vidare forskning

Uppsatsen tillför ett värde genom att kartlägga börsnoteringar samt ägarförhållanden på svenska marknaden åren efter finanskrisen. Denna kartläggning kan vara av intresse både för investerare men även för andra intressentgrupper i samhället som önskar bedöma börsens utveckling och funktionalitet. Vidare urskiljes ett negativt samband mellan bolagens överavkastning och ägarnas exit, som trots att dess exakta mekanismer är oklara, kan bidra till att öka den generella förståelsen för aktiemarknaden och signaleringseffekter därtill.

Framtida studier av samma ämne under en längre tidsperiod och/eller senare data behövs för att uppnå en generell förståelse för detta samband. På så vis kan det bekräftas huruvida det föreligger en systematisk felprissättning eller om det observerade resultatet var ett resultat av säregna marknadsfaktorer åren efter finanskrisen.

Ytterligare kan kartläggningen av noteringsaktiviteten samt ägarförhållandena vara till nytta för framtida studier av börsens utveckling över tid samt som referens för framtida studier om syftena till börsnoteringar.

8 Källförteckning

Litteratur och publikationer

- Abrahamson, M., De Ridder, A., Chambers, D., *Valuation of Swedish IPO Companies: Who Receives the Money Left on the Table?*, 2:a uppl., Annual Nordic Financial Accounting, 2011.
- Bergström, Grubb, C. M., Jonsson, S., *The operating impact of buyouts in Sweden: A study of value creation*, Journal of Private Equity, 2007.
- Bodie, Z., m.fl., *Investments*, Tata McGraw-Hill Education, 2009, kapitel 9.
- Booth, J. R., & Chua, L., *Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing*, Journal of Financial Economics, 41(2), 1996.
- Carhart, M. M., *On Persistence in Mutual Fund Performance*, The Journal of Finance 52, 1997.
- Cao, J., Lerner, J., *The performance of reverse leveraged buyouts*, Journal of Financial Economics, 91(2), 2009.
- Coakley, J., Hadass, L., Wood, A., *Post-IPO Operating Performance, Venture Capital and the Bubble Years*, Journal Of Business Finance & Accounting, 34(9/10), 2007.
- Djurfeldt, Larsson, Stjärnhagen, *Statistisk verktyglåda – samhällsvetenskaplig orsaksanalys med kvantitativa metoder*, 2:a uppl., 2009, Lund.
- Fama, E. F., French, K. R., *Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies*, Journal of Finance 51, 1996.
- Field, L., Hanka, G., *The Expiration of IPO Share Lockups*, Journal of Finance 56, 2001.
- Hsuan-Chi Chen, Sheng-Syan Chen, Chia-Wei Huang, *Why Do Insiders Sell Shares Following IPO Lockups?*, Financial Management, 2012.
- Jain, B. A., Kini, O., *The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms*, Journal Of Finance, 49(5), 1994.
- Li, M., McInish, T. H., Wongchoti, U., *Asymmetric Information in the IPO Aftermarket*, Financial Review, 2005.
- Lintner, J., *The Valuation of Risk Assets and the selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets*, Review of Economics and Statistics, Februari 1965.
- Ljungqvist, A., *IPO underpricing. Handbook of Empirical Corporate Finance*, 2005, 2.
- Mossin, J., *“Equilibrium in a Capital Asset Market”*, Econometrica, Oktober 1966.
- Nasdaq OMX, *Rules for the Construction and Maintenance of the NASDAQ OMX All-Share, Benchmark and Sector Indexes*, December 2014.
- Riksbanken, *Den svenska finansmarknaden*, 2014.
- Ritter, J. R., Welch, I., *A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations.*, Journal Of Finance, 2002, 57(4).
- Schuster, J. A., *IPOs: Insights from seven European countries*, 2003.
- Sharpe, W., *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium*, Journal of Finance, September 1964.
- Tillväxtanalys, *Näringspolitik i kriser – vad kan vi lära av finanskrisen 2008-2009?*, 2012.

Elektroniska källor

Divestopedias förklaring av ordet exit:

<http://www.divestopedia.com/definition/918/exit-strategy> (2015-05-18)

EY:s publikation om trender kring börsnoteringar:

[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-global-ipo-trends-2015-q1/\\$FILE/EY-Global-IPO-Trends-2015-Q1.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-global-ipo-trends-2015-q1/$FILE/EY-Global-IPO-Trends-2015-Q1.pdf) (2015-05-18)

Finansinspektionens prospektregister:

<http://www.fi.se/Register/Prospektregistret> (2015-05-18)

FTSE:s indelning av branscher:

http://www.icbenchmark.com/Site/ICB_Structure (2015-05-18)

IBM:s programvara för SPSS:

<http://www-01.ibm.com/software/analytics/spss/products/statistics/index.html> (2015-05-18)

Marknadsindex för Nasdaq OMX:

https://indexes.nasdaqomx.com/docs/Methodology_NORDIC.pdf (2015-05-18)

Microsofts programvara MS Office Excel:

<http://products.office.com/sv-se/excel> (2015-05-18)

MSCI:s indelning av branscher:

<https://www.msci.com/gics> (2015-05-18)

Nasdaq OMX om publicerade börsnoteringar:

<http://www.nasdaqomxnordic.com/nyheter/noteringar> (2015-05-18)

Riksbankens databas för referensräntor:

<http://www.riksbank.se/sv/Rantor-och-valutakurser/Sok-rantor-och-valutakurser> (2015-05-18)

Riksbankens rapport om den svenska finansmarknaden:

http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/Finansmarknaden/2014/rap_finansm_140829_sve.pdf (2015-05-18)

SIS Ägarservices AB ägardatatjänst:

<http://nordic.aktieservice.se> (2015-05-18)

Skatteverkets databas för aktiehistorik:

<http://www.skatteverket.se/aktiehistorik> (2015-05-18)

Thomson Reuters programvara Datastream:

<https://forms.thomsonreuters.com/datastream> (2015-05-18)

Bilaga 1

Bilaga 1.1 – Total noteringsaktivitet 2009-2013

År	Lista	Bolagsnamn	År	Lista	Bolagsnamn
2009	Stockholmsbörsen	Net Entertainment NE AB	2011	Stockholmsbörsen	Dedicare AB
2009	Stockholmsbörsen	Cloetta AB	2011	Stockholmsbörsen	FinnvedenBulten AB
2009	Stockholmsbörsen	Electra Gruppen AB	2011	Stockholmsbörsen	Moberg Derma AB
2009	Stockholmsbörsen	Alltele AB (förkortn.)	2011	Stockholmsbörsen	Transmode Holding AB
2009	Stockholmsbörsen	Black Earth Farming Ltd.	2011	Stockholmsbörsen	Millicom International S.A
2009	Stockholmsbörsen	Corem Property Group AB	2011	Stockholmsbörsen	Concentric AB
2009	Stockholmsbörsen	Coastal Contacts Inc.	2011	Stockholmsbörsen	Boule Diagnostics AB
2009	First North	Precio Systemutveckling AB	2011	Stockholmsbörsen	Vitec Software Group AB
2009	First North	Scribona AB	2011	Stockholmsbörsen	EpiCept Corp.
2009	First North	LightLab AB	2011	Stockholmsbörsen	Cavotec SA
2009	First North	IBS AB	2011	Stockholmsbörsen	SEMAFO Inc.
2009	First North	Eolus Vind AB	2011	Stockholmsbörsen	Micro Systemation AB
2009	First North	Lawson Software Inc.	2011	First North	HCS Holding AB
2009	First North	White Shark AB	2011	First North	Kancera AB
2009	First North	Alpcot Agro AB	2011	First North	ZetaDisplay AB
2009	NGM	Brio AB	2011	First North	PledPharma AB
2010	Stockholmsbörsen	FormPipe Software AB	2011	First North	Deltaco AB
2010	Stockholmsbörsen	eWork Scandinavia AB	2011	First North	Empire AB
2010	Stockholmsbörsen	Arise Windpower AB	2011	First North	Kopparberg Mineral AB
2010	Stockholmsbörsen	Enquest PLC	2011	First North	ShaMaran Petroleum Corp.
2010	Stockholmsbörsen	CellaVision AB	2011	First North	Sláturfélag Suðurlands svf.
2010	Stockholmsbörsen	Byggmax Group AB	2011	First North	Episurf Medical AB
2010	Stockholmsbörsen	NAXS Nordic Access Buyout Fund AB	2011	First North	5050 Poker Holding AB
2010	Stockholmsbörsen	MQ Holding AB	2011	First North	EXINI Diagnostics AB
2010	Stockholmsbörsen	Odd Molly International AB	2011	First North	Lucara Diamond Corp.
2010	Stockholmsbörsen	Oasmia Pharmaceutical AB	2011	First North	Confidence International AB
2010	Stockholmsbörsen	Etrion Corp.	2011	First North	Dignitana AB
2010	Stockholmsbörsen	Trigon Agri A/S	2011	First North	XCounter AB
2010	Stockholmsbörsen	CDON Group AB	2011	First North	Skånska Energi AB
2010	Stockholmsbörsen	Avega Group AB	2011	First North	Mackmyra Svensk Whisky AB
2010	First North	C-Rad AB	2011	First North	Jays AB
2010	First North	Scandbook Holding AB	2012	Stockholmsbörsen	Seamless Distribution AB
2010	First North	Pallas Group AB	2012	Stockholmsbörsen	Arcam AB
2010	First North	Central Asia Gold AB	2012	Stockholmsbörsen	Black Pearl Resources Inc.
2010	First North	Kopylovskoye AB	2012	Stockholmsbörsen	Endomines AB
2010	First North	Africa Oil Corp.	2012	Stockholmsbörsen	Shelton Petroleum AB
2010	First North	Isconova AB	2012	Stockholmsbörsen	Arctic Paper S.A
2010	First North	Arctic Gold AB	2012	First North	Avtech Sweden AB
2010	First North	Tilgin AB	2012	First North	Creades AB
2010	First North	MedCore AB	2012	First North	DK Company A/S
2011	Stockholmsbörsen	PA Resources AB			

2012	First North	ALM Equity AB	2013	First North	Cell Impact AB
2012	First North	Mangold AB	2013	First North	Immunicum AB
2012	First North	Stureguld AB	2013	First North	Nexam Chemical Holding AB
2012	First North	XVIVO Perfusion AB	2013	First North	Taaleritehdas Oyj
2012	First North	Siili Solutions Oyj	2013	First North	Diamyd Medical AB
2012	First North	Sportamore AB	2013	First North	Oscar Properties Holding AB
2012	First North	Betting Promotion Sweden AB	2013	First North	Kentima Holding AB
2013	Stockholmsbörsen	Neurovive Pharmaceutical AB	2013	First North	Luxonen SDB
2013	Stockholmsbörsen	Tethys Oil AB	2013	First North	Medical Prognosis Institute A/S
2013	Stockholmsbörsen	Tribona AB	2013	First North	Ginger Oil AB
2013	Stockholmsbörsen	Opus Group AB	2013	First North	Mindmancer AB
2013	Stockholmsbörsen	Platzer Fastigheter Holding AB	2013	First North	Rehact AB
2013	Stockholmsbörsen	Creades AB	2013	First North	aXichem AB
2013	Stockholmsbörsen	Victoria Park AB	2013	First North	Immune Pharmaceuticals Inc.
2013	Stockholmsbörsen	Sanitec Oyj	2013	First North	Ferronordic Machines AB
2013	First North	Amasten Holding AB	2013	First North	Delarka Holding AB
2013	First North	Vigmed Holding AB	2013	First North	North Chemical AB
2013	First North	Cortus Energy AB			

Bilaga 1.2 – Rensade bolag

Endast notering av visst aktieslag

År	Lista	Bolag	Orsak
2009	NGM	Brio AB	Preferensaktie
2011	First North	EXINI Diagnostics AB	Preferensaktie
2013	First North	Ferronordic Machines AB	Preferensaktie
2013	First North	Oscar Properties Holding AB	Preferensaktie

Huvudlistad på annan börs

År	Lista	Bolag	Orsak
2010	First North	Africa Oil Corp.	Sekundärlistning
2012	Stockholmsbörsen	Arctic Paper S.A	Sekundärlistning
2012	Stockholmsbörsen	Black Pearl Resources Inc.	Sekundärlistning
2009	Stockholmsbörsen	Coastal Contacts Inc.	Sekundärlistning
2010	Stockholmsbörsen	Enquest PLC	Sekundärlistning
2010	Stockholmsbörsen	Etrion Corp.	Sekundärlistning
2011	First North	Lucara Diamond Corp.	Sekundärlistning
2011	Stockholmsbörsen	SEMAFO Inc.	Sekundärlistning
2011	First North	Shamaran Petroleum Corp.	Sekundärlistning

Notering på annan börs av Nasdaq

År	Lista	Bolag	Orsak
2012	First North	DK Company A/S	Köpenhamnsbörsen

2013	First North	Medical Prognosis Institute A/S	Köpenhamnsbörsen
2012	First North	Siili Solutions Oyj	Helsingforsbörsen
2013	First North	Taaleritehdas Oyj	Helsingforsbörsen
2011	First North	Sláturfélag Suðurlands svf.	Islandsbörsen

Omklassificering från sekundär till huvudnotering

År	Lista	Bolag	Orsak
2011	Stockholmsbörsen	EpiCept Corp.	Omklassificering av bolagsinfo
2011	Stockholmsbörsen	PA Resources AB	Omklassificering av bolagsinfo

Bilaga 1.3 – Bortfall

År	Lista	Bolag	Orsak
2013	First North	aXichem AB	Ägardata saknas
2010	Stockholmsbörsen	CellaVision AB	Ägardata saknas
2010	Stockholmsbörsen	eWork Scandinavia AB	Ägardata saknas
2010	Stockholmsbörsen	FormPipe Software AB	Ägardata saknas
2013	First North	Immune Pharmaceuticals Inc.	Ägardata saknas (utomlands)
2009	First North	Lawson Software Inc.	Ägardata saknas (utomlands)
2013	First North	Luxonen SDB	Ägardata saknas (utomlands)
2011	Stockholmsbörsen	Millicom International S.A	Ägardata saknas (utomlands)
2012	First North	Stureguld AB	Ägardata saknas (svårtolkad pga transaktioner)
2010	First North	Tilgin AB	Ägardata saknas
2010	Stockholmsbörsen	Trigon Agri A/S	Ägardata saknas (utomlands)
2011	First North	XCounter AB	Ägardata saknas (avnoterad)