



**Magisteruppsats**  
**10 poäng HT 2006**

**Företagsekonomiska institutionen**  
**EKONOMIHÖGSKOLAN VID**  
**LUNDS UNIVERSITET**

# **Nordisk börs: ökat inflöde av risk- kapital?**

**Handledare:**

Maria Gårdängen

**Författare:**

Elena Jakobsson 841119

Annika Nilsson 830911

Ebba Stavenow 820319

# Sammanfattning:

**Titel:** Nordisk Börs: ökat inflöde av riskkapital?

**Seminariedatum:** 18 januari 2007

**Kurs:** FEK591, Magisterseminarium, 10 poäng, Inriktning finansiering.

**Författare:** Elena Jakobsson, Annika Nilsson och Ebba Stavenow

**Handledare:** Maria Gårdängen

**Fem nyckelord:** Nordisk börs, Riskkapital, Nyintroduktioner, Investmentbanker, Home Bias

**Syfte:** Syftet är att undersöka om den nya nordiska börsen underlättar för svenska bolag som nyintroduceras att med hjälp av investmentbolag införskaffa nordiskt riskkapital.

**Metod:** Uppsatsen har utgått ifrån en kvalitativ metod och tillvägagångssättet för insamling av empiri har varit intervjuer med investmentbanker.

**Teoretiskt perspektiv:** Analysen grundas på ett flertal teorier, bl.a. teorier kring Corporate Governance, ”Home Bias”, ägarstruktur, utländskt ägande och riskkapital.

**Empiri:** Empirin bygger på intervjuer som gjorts med åtta investmentbanker som är verk-samma i Sverige.

**Resultat:** Studien kommer fram till att det utifrån dagens förutsättningar inte kommer att bli enklare för svenska företag att införskaffa riskkapital vid en nyintroduktion, till följd av den nya listindelningen.

# Abstract

**Title:** Nordic Stock market: increased inflow of equity capital?

**Seminar date:** January 18<sup>th</sup> 2007

**Course:** Master thesis in business administration, 10 Swedish credits (15 ECTS), major finance.

**Authors:** Elena Jakobsson, Annika Nilsson and Ebba Stavenow

**Advisor:** Maria Gårdängen

**Key words:** Nordic Stock Exchange, Equity capital, IPO:s, Investment Banks, Home Bias

**Purpose:** The purpose of the thesis is to investigate if it will create new opportunities for Swedish companies to receive Nordic risk capital, when listed on the Nordic Stock Exchange, with help of investment banks.

**Methodology:** The thesis has been based on a qualitative perspective. The data has been collected by interviewing investment banks.

**Theoretical Perspectives:** The analysis is based on several theories, for example Corporate Governance, "Home Bias", ownership structure, foreign ownership and risk capital.

**Empirical Foundation:** The empirical foundation is based on interviews made with eight investment banks active in Sweden.

**Conclusion:** The thesis concludes that, based on today's observations, it will not be easier for Swedish companies to collect equity capital, when listed on the Nordic Stock Exchange, with help from investment banks.

# Förord

Förhoppningen med uppsatsen är att kunna öka kunskapen kring den nya nordiska börsens påverkan på företag vid nyintroduktioner. Ämnet i studien är något som anses aktuellt inom finansieringsområdet och som även i framtiden skulle kunna utgöra föremål för vidare studier.

Vi vill rikta ett tack till vår handledare Maria Gårdängen som ställt upp med sin kunskap och erfarenhet. Vidare är vi mycket tacksamma över alla respondenter som bidragit med sin tid, sina tankar och sina erfarenheter kring nyintroduktioner. Vi är dessutom tacksamma för stödet från nära och kära.

*Lund 2007-01-11*

**Elena Jakobsson**

**Annika Nilsson**

**Ebba Stavenow**

# Innehållsförteckning

1. Inledning .....	1
1.1 Bakgrund .....	1
1.2 Problemdiskussion .....	3
1.3 Problemställning.....	4
1.4 Syfte .....	4
1.5 Avgränsningar .....	5
1.6 Målgrupp .....	5
1.7 Disposition .....	5
2. Metod .....	7
2.1 Val av metod .....	7
2.2 Tillvägagångssätt.....	7
2.3 Val av respondenter.....	9
2.4 Litteratursökning .....	10
2.5 Validitet.....	11
2.6 Reliabilitet .....	11
2.7 Diskussion kring val av metod .....	12
2.8 Tidigare studier .....	13
3. Praktisk referensram .....	14
3.1 Den nordiska börsen.....	14
3.2 Investmentbolag .....	16
3.3 Nyintroduktioner .....	17
4. Teori.....	20
4.1 Corporate Governance.....	20
4.2 Ägarstruktur .....	21
4.3 ”Home Bias” .....	22
4.4 Utländskt ägande .....	24
4.5 Riskkapital.....	26
5. Empiri .....	27
5.1 Intervju med Swedbank.....	27
5.2 Intervju med Enskilda .....	28
5.3 Intervju med Carnegie .....	28
5.4 Intervju med bank Y.....	30
5.5 Intervju med Thenberg Kinde .....	31
5.6 Intervju med Morgan Stanley.....	33
5.7 Intervju med Kaupthing .....	34
5.8 Intervju med Mangold.....	35
6. Analys .....	37
6.1 Frågeställningsidentifiering.....	37
6.2 Likheter och olikheter i empirin.....	37
6.3 Koppling mellan empiri och teori .....	39

7. Slutsats .....	42
7.1 Slutsats .....	42
7.2 Förslag till vidare forskning .....	44
8. Källförteckning .....	46
8.1 Publicerade källor .....	46
8.2 Muntliga källor .....	48
8.3 Elektroniska källor .....	49
Bilaga .....	50

# 1. Inledning

---

---

I kapitlet presenteras bakgrunden till problemet och det förs en problemdiskussion kring ämnet. Dessutom framställs uppsatsens syfte, målgrupp och avgränsningar. Meningen med kapitlet är att väcka intresse och öka förståelsen för ämnet.

---

---

## 1.1 Bakgrund

Dagens värdepappersbörser fungerar som mötesplats för marknadsaktörer såsom företag, investerare och institutioner. Börserna är en marknadsplats där de olika aktörerna kan mötas, få idéer och hitta samarbetspartners. Meningen med börserna är att de ska underlätta handeln i form av lägre transaktionskostnader och ökad tillgänglighet för de noterade bolagen. Ökad handel gynnar företagen och underlättar för dem att anskaffa riskkapital.<sup>1</sup> Att införskaffa riskkapital är en väsentlig del av ett företags verksamhet, som behövs för att göra nya investeringar och växa. Riskkapital ger företagen en möjlighet att få in pengar till verksamheten utan att behöva betala någon ränta som man annars behöver om man t.ex. tecknar ett lån vid en bank.<sup>2</sup> Att införskaffa riskkapital är alltså en central punkt för företagen för att kunna överleva, expandera och vara konkurrenskraftiga.

Vid ett tillfälle är det särskilt viktigt att skaffa riskkapital, nämligen vid nyintroduktioner d.v.s. då ett företag noteras på en börs och blir publikt tillgängligt. Noteringen sköts av en eller flera investmentbanker som är experter på området. Investmentbankens roll är att agera rådgivare till företaget och erbjuda och sälja företagets aktier till investerare och på så sätt få in riskkapital till företaget som ska introduceras. Att låta en investmentbank sköta nyintroduktionen och försäljningen av aktierna gör att företaget inte behöver sätta sig in i hur marknaden fungerar på samma sätt utan kan fortsätta med sitt ordinarie arbete. Företaget och investment-

---

<sup>1</sup> [www.omxgroup.com/omxcorp/omomx/visionochaffarsmodell/](http://www.omxgroup.com/omxcorp/omomx/visionochaffarsmodell/), 2006-12-04.

<sup>2</sup> [www.nutek.se/sb/d/324](http://www.nutek.se/sb/d/324), 2006-12-04.

banken för dock en dialog hur introduktionen ska gå till och vem som önskas som ägare i organisationen i framtiden.

De senaste årens frammarsch av informationsteknologin har även påverkat världens börser. De har blivit mer omfattande och effektiva och kan idag hantera fler och mer komplicerade finansiella instrument.<sup>3</sup> Den finansiella utvecklingen och dess internationalisering har dessutom lett till ett ökat intresse för utländska aktier. Att handla över gränserna innebär dock en del komplikationer vad gäller olika lagstiftningar, kostnader för courtage och språkbarriärer. Som ett led i utvecklingen och i ett försök till att kringgå dessa hinder så söker sig flera börser till varandra och går ihop i hopp om att kunna möta den ökade konkurrensen.<sup>4</sup> Exempel på samarbete över gränserna är Euronext, ett samarbete som startade år 2000 och då innefattade börserna i Amsterdam, Bryssel och Paris.<sup>5</sup> Londonbörsen är en annan börs som under de senaste åren utsatts för en del bud, både av NYSE och av Deutsche Börse, men ingen av dem har lyckats med ett samgående.<sup>6</sup>

Den senaste i raden av integrationer av börser är sammangåendet av Stockholmsbörsen, Köpenhamnsbörsen och Helsingforsbörsen, som den 2 oktober (2006) gick ihop till en gemensam nordisk börs. Motiven till den nya börsen sägs, av OMX-börschefen Jukka Ruuska, vara främst stordriftsfördelar som i sin tur ska sänka kostnaderna för spararna och en ökad hemmamarknad. En gemensam hantering av clearing och avräkning, betalning och leverans av värdepapper för alla nordiska marknader är mål som den nya nordiska börsen arbetar med för att underlätta handeln. Allt för att skapa en attraktiv nordisk aktiemarknad som kan locka till sig utländska investerare, kanske framförallt nordiska investerare, som vill tillföra riskkapital till företagen. Föregående kvartal t.o.m. 2006-09 låg det utländska innehavet i Sverige på 32,94 %. Det danska innehavet i Sverige låg på 4,2 % och det finländska på 5,8 %.<sup>7</sup>

---

<sup>3</sup> [www.riksbanken.se/templates/s###peech.aspx?id=1742](http://www.riksbanken.se/templates/s###peech.aspx?id=1742), 2006-12-04.

<sup>4</sup> *Leaders: Stock exchanges coming together*, 2006-03-18.

<sup>5</sup> [www.euronext.com/editorial/wide/0,5371,1732\\_4427342,00.html](http://www.euronext.com/editorial/wide/0,5371,1732_4427342,00.html), 2006-12-04.

<sup>6</sup> *Leaders: Stock exchanges coming together*, 2006-03-18.

<sup>7</sup> [http://www.vpc.se/files/VPCs\\_aktieagarstatistik\\_20060930.pdf](http://www.vpc.se/files/VPCs_aktieagarstatistik_20060930.pdf) 2006-11-28.



## 1.2 Problemdiskussion

Att börschefen, Jukka Ruuska, är positiv till ett samarbete över gränserna är inte så konstigt. Införandet av den nya nordiska börsen har dock inte skett smärtfritt och alla är inte lika positiva till samarbetet. Anders Billing skriver i *Veckans Affärer* att det fortfarande finns en hel del hinder att övervinna innan man kan säga att projektet är en succé. Däribland de nordiska ländernas nationalistiska anda och det faktum att informationen fortfarande är bättre tillgänglig för svenskar i Sverige, danskar i Danmark o.s.v. Även de olika valutorna i medlemsländerna är ett problem som kanske är svårare att övervinna.<sup>8</sup> Men det är just osäkerheten som gör ämnet så intressant. Framtiden är ännu oviss och i och med att den nordiska börsen endast varit i bruk i drygt tre månader så finns ännu inga säkra siffror som tyder på att projektet lyckats. I skrivandets stund kan man endast spekulera.

Inom Sverige finns det riskkapital, trots detta har nya bolag och projekt svårt att bli finansierade. Det är istället unga tillväxtbolag som erhåller riskkapitalaktörernas pengar. Det menar Svenska riskkapitalföreningen beror på att risken med att satsa i nystartade företag anses vara för hög.<sup>9</sup> Den nya nordiska listindelningen innebär att inte bara svenska, utan även danska och finländska investerare ska kunna handla både billigare och mindre byråkratiskt mellan landsgränserna. Det kan i sin tur underlätta för företagen, genom att de blir mer synliga, att skaffa riskkapital vid nyintroduktioner. Företagen får då även chans till en större och mer diversifierad ägarbas.

Det finns dock en hel del faktorer att ta hänsyn till i sammanhanget. En faktor är om den entusiasm som OMX har inför den nordiska listindelningen även delas av andra aktörer som investmentbanker, institutioner och småsparare. Som tidigare nämnts så har en del inte så övertygade röster höjts om projektet. De har ifrågasatt samarbetets verkliga underliggande mål, om det är för OMX aktörer eller rent av en överlevnadsstrategi från OMX sida. Många, särskilt småsparare, verkar inte heller riktigt ha förstått vad det hela rör sig om.

---

<sup>8</sup> Billing, A., *Han basar för SUPERBÖRSEN*, (2004).

<sup>9</sup> Carlbom, T., *Inga pengar till nya bolag*, (2006).

Noterbart är dessutom att även om investmentbankerna är beredda att söka investerare på de andra nordiska marknaderna så är det inte säkert att de danska och/eller finska investerarna är intresserade av att placera i svenska bolag. Enligt grundläggande portföljvalsteori så minskar risken ju mer man diversifierar sig. Det skulle betyda att ha aktier i olika nordiska länder skulle kunna minska risken på en aktieportfölj. Frågan är hur intresserade danskar och finländare är av svenska aktier och vice versa. Tidigare forskning visar att investerare har en förkärlek till inhemska aktier. Dahlquist och Robertsson (2001) visar t.ex. att denna förkärlek beror på informationsasymmetri och/eller politiska eller landsspecifika risker.<sup>10</sup> Målet med den nordiska börsen är bl.a. att det ska finnas ett gemensamt informationsflöde tillgängligt för alla nordiska marknader och att samma regler ska gälla för alla noterade bolag som berörs av den nya börsen. Informationsasymmetri borde då inte vara ett problem.

Det finns alltså två aspekter på problemet. För det första om investmentbankerna är intresserade att söka investerare i de andra nordiska länderna och för det andra om investerare i de andra nordiska länderna är intresserade av att satsa kapital i svenska bolag.

### **1.3 Problemställning**

Kommer den nya nordiska börsen att påverka möjligheten för svenska bolag som nyintroduceras, att med hjälp av investmentbanker införskaffa nordiskt riskkapital?

### **1.4 Syfte**

Syftet är att undersöka om den nya nordiska börsen underlättar för svenska bolag som nyintroduceras att med hjälp av investmentbolag få in nordiskt riskkapital.

---

<sup>10</sup> Dahlquist, M., Robertsson, G., *Direct foreign ownership, institutional investors and firm characteristics* (2001).

## 1.5 Avgränsningar

Studien avgränsas till att undersöka om tillgängligheten av nordiskt riskkapital förändras i svenska företag som introduceras på den nya nordiska börsen. Valet har i första hand gjorts med tanke på språkskillnaderna och att det, eftersom författarna är svenska, är lättare att få tag på information om svenska bolag i Sverige än om danska och finska bolag. Valet baseras även på att det på den nordiska börsen finns övervägande svenska bolag. På den nordiska börsen, exklusive den alternativa listan First North, är 273 bolag svenska jämfört med 137 finska och 184 danska bolag. Sverige är dessutom det land som hitintills introducerat flest nya bolag sedan den 2 oktober då den nordiska börsen trädde i kraft, både inklusive och exklusive First North.<sup>11</sup> Den större mängden svenska bolag som finns tillgängliga underlättar insamlingen av information och ökar trovärdigheten av studien.

## 1.6 Målgrupp

Målgruppen är främst företag som överväger att introduceras på börsen. Uppsatsen riktar sig även till studenter och lärare med företagsekonomisk bakgrund som vill fördjupa sina kunskaper kring några av den nya nordiska börsens effekter. Uppsatsen innehåller en del finansiella uttryck och teorier som kan försvåra förståelsen. Författarna har dock försökt förklara uttryck och termer på ett sätt så att personer med allmänna kunskaper inom företagsekonomi inte ska finna några svårigheter i att förstå innehållet.

## 1.7 Disposition

### **Kapitel 2   Metod**

I detta kapitel beskrivs val av metod och ansatser samt hur studien praktiskt gått tillväga vid insamling av data.

---

<sup>11</sup> [www.omxgroup.se](http://www.omxgroup.se), *Strong inflow of new companies to OMX Nordic Exchange*, press release 2006-12-01.

**Kapitel 3 Praktisk Referensram**

Avsnittet ger en grundkunskap för arbetets fortsatta läsning med beskrivningar av den Nordiska börsen och hur nyintroduktioner går till.

**Kapitel 4 Teori**

I kapitlet ges en teoretisk referensram, där de teorier som använts för att analysera den insamlade empirin beskrivs.

**Kapitel 5 Empiri**

Kapitlet återger resultatet av datainsamlingen d.v.s. sammanfattningar av intervjuerna.

**Kapitel 6 Analys**

I detta avsnitt analyseras empirin för att finna eventuella gemensamma drag och därefter kopplas empirin samman med teorin.

**Kapitel 7 Slutsats**

I avsnittet presenteras slutsatsen samt förslag till vidare forskning.

## 2. Metod

---

---

Kapitlet innehåller uppsatsens tillvägagångssätt med beskrivning av intervjuernas utförande samt validitet och reliabilitet vad gäller resultatet.

---

---

### 2.1 Val av metod

Studiens metod har i huvudsak varit kvalitativ, där det dragits slutsatser om och i så fall hur den nya nordiska listindelningen kan komma att påverka möjligheten för svenska bolag att få in riskkapital vid nyintroduktioner. Denna typ av studie kan delvis benämnas som en framtidsstudie där författarna försöker förutsäga vilka konsekvenser som eventuellt kan komma att uppstå i framtiden.<sup>12</sup> Författarna vill skapa förståelse för några av effekterna som uppstår i och med den nordiska börsen.<sup>13</sup> Eftersom den nordiska börsen endast varit i bruk under drygt tre månader anses det valda tillvägagångssättet det mest passande. Som följd av den korta drifttiden finns det endast en begränsad mängd siffror gällande nyintroduktioner som är relevanta för studien, därav kan en ren kvantitativ studie ännu ej utföras.

### 2.2 Tillvägagångssätt

Utgångspunkten för studien har varit att utföra intervjuer med olika respondenter som verkar inom ämnesområdet. För att i så stor utsträckning som möjligt få svar av respondenterna gavs de möjligheten att själva välja vilken typ av intervju de hade möjlighet att ställa upp på. Respondenternas utsagor var nämligen en förutsättning för studien och all tillgång till information, oavsett form, värderades högt.

---

<sup>12</sup> Halvorsen, K., *Samhällsvetenskaplig metod* (1992), s.68.

<sup>13</sup> *Ibid*, s.82.

Eftersom respondenterna befinner sig i Stockholm och Göteborg så har det funnits en begränsad möjlighet i fråga om tid och pengar att intervjua dem personligen. Personliga intervjuer hade varit en fördel då man även hade kunnat se ansiktsuttrycken och gesterna hos respondenterna. Det hade dessutom varit möjligt för respondenten och även intervjuarna att ta hjälp av bilder och diagram för att beskriva sitt svar eller fråga. Utifrån förutsättningarna valdes därför istället i första hand telefonintervjuer. Några av fördelarna med telefonintervjuer är att det är kostnadsbesparande och att man minskar risken för intervjuareffekten. Dessutom har man samma möjligheter som vid en personlig intervju att ställa konkreta följdfrågor.<sup>14</sup> En av respondenterna ansåg sig dock inte ha tid att ställa upp på mer än en intervju via e-mail. En intervju via e-mail ger inte samma möjlighet att kunna ställa direkta följdfrågor till respondenterna samt det faktum att man inte ser respondentens ansiktsuttryck och hör ej respondentens röst, vilket kunde vara till hjälp vid en analys av svaren. Fördelen med intervjuer via e-mail är dock att det ger respondenterna en möjlighet att i större utsträckning begrunda sina svar i lugn och ro. Det kan även vara så att man som respondent är bättre på att uttrycka sig skriftligt än muntligt och tvärtom. Intervjuerna i studien har således dels utförts via telefon och dels via e-mail. Att enbart utföra telefonintervjuer hade varit optimalt och det var också målet vid de inledande samtalen med respondenterna.

Utformningen av intervjuerna kan benämnas som semistrukturerade eftersom en färdig frågemall användes vid utförandet av dem. Frågorna utformades dessutom i en viss ordning för att få ett naturligt flöde i informationen, som i sin tur gjorde det lättare att ställa nästa fråga. Dock varierade ordningsföljden lite vid intervjuerna utefter vad som framkom under intervjuerna. Den semistrukturerade utformningen av intervjuer kännetecknas även av flexibilitet där man ej är låst vid de olika frågorna utan man kan även ställa följdfrågor efterhand som frågorna besvaras.<sup>15</sup> Intervjumallen inleddes med frågor kring respondentens bakgrund, utbildning etc. eftersom detta gör det lättare att tolka och granska trovärdigheten i informationen.<sup>16</sup> Intervjumallen med frågor skickades i förväg via e-mail till de olika respondenterna så att de gavs en chans att kunna förbereda sig och få en uppfattning om intervjuens kommande innehåll (se bilaga).

---

<sup>14</sup> Bryman, A., Bell, E., *Företagsekonomiska forskningsmetoder* (2005) s. 140-141.

<sup>15</sup> *Ibid*, s. 138.

<sup>16</sup> *Ibid*, s. 369.

Vid telefonintervjuerna användes en MD (Mini Disc) med inkopplad mikrofon för att spela in vad som sades. Intervjuerna skrevs sedan ner ordagrant för att få en överblick, vilket sedan underlättade vid sammanfattningen och analysen av svaren och säkerställde att ingen information riskerade att försvinna. Vid en intervju kan man som intervjuare bilda sig olika subjektiva uppfattningar kring svaren, finns det då en inspelning att återvända till för att kontrollera svaren så minimeras risken för missuppfattningar.<sup>17</sup> Dessutom kan man som intervjuare bättre koncentrera sig på samtalet med respondenten vilket kan förbättra dialogen genom följdfrågor baserade på respondentens svar.<sup>18</sup> Vid varje intervju tillfrågades respondenten huruvida de godkände att intervjun spelades in. En av respondenterna tackade nej till att spelas in varpå anteckningar fördes.

## **2.3 Val av respondenter**

Huvudobjekt för intervjuerna var svenska investmentbanker. Motiveringen till valet är att nyintroduktioner är en del av deras dagliga verksamhet och att de besitter kunskap kring hur bolag införskaffar riskkapital och vilka val som görs i samband med detta. Studiens val av respondenter har grundats på Affärsvärldens lista över de företag som har haft hand om flest nyintroduktioner i Sverige sedan 1994.<sup>19</sup> Utefter listan togs det kontakt med företagen, både via e-mail och via telefon. En del av företagen hade slutat med denna typ av verksamhet och ansåg därför att de ej kunde tillföra något till studien. De företag som har nyintroducerats på den nordiska börsen sedan starten studerades även för att se vilka investmentbanker som hade skött dessa. Detta för att se om det fanns någon ytterligare aktör som kunde kontaktas.

---

<sup>17</sup> Bryman, A., Bell, E., *Företagsekonomiska forskningsmetoder* (2005), s. 299-314.

<sup>18</sup> *Ibid*, s. 374-375.

<sup>19</sup> Nordenström, P., *Carnegie toppar noteringslistan* (2006).

**Åtta olika investmentbanker ställde upp för intervjuer:**

<b>Swedbank</b>	Daniel Hummel	Email-intervju: 061123
<b>Enskilda</b>	Magnus Bernin	Telefonintervju: 061208
<b>Carnegie</b>	Per Johannes och Annika Sigfrid	Telefonintervju: 061208
<b>Bank Y</b>	Bankman X	Telefonintervju: 061212
<b>Thenberg</b>	Tomas Bengtsson	Telefonintervju: 061212
<b>Morgan Stanley</b>	Magnus Kjellberg, Daniel Perez och Tommi Unkuri	Telefonintervju: 061212
<b>Kaupthing Bank</b>	Jonas Linderöth	Telefonintervju: 061213
<b>Mangold</b>	Per Anders Tammerlöv	Telefonintervju: 061213

Valet av respondenter motiveras med att de investmentbanker som genomfört flest nyintroduktioner de senaste åren även är de med störst erfarenhet och kunnande inom branschen. De anses då även mest lämpade att tillföra något till studien.

Studien baserades på intervjuer och informationen därifrån användes i analysen. Då svaren från de olika respondenterna låg i linje med varandra, så togs förgivet att informationen som framkom var sanningsenlig och att det inte fanns någon anledning till misstro.

## **2.4 Litteratursökning**

Artiklar om teori och tidigare forskning inom studiens ämne har hämtats från databaserna Lovisa och elin@lund. Information om nyintroducerade bolag har också hämtats via hemsidor såsom finance.google.com. Relevanta forskningsrapporter har dessutom funnits via Swedish Financial Institute for research. Genom databaserna söktes forskningsartiklar som behandlade övergripande Corporate Governance samt forskning med nyckelord som t.ex. ägarstruktur, nyintroduktioner och riskkapital. Information om den nya nordiska börsen och nyintroduktioner som genomförts där sedan starten den 2 oktober 2006 har hämtats på OMX hemsida och på respektive företags hemsidor.



För att införskaffa information om ägarstatistik i bolag efter den 2 oktober 2006 kontaktades både Värdepapperscentralen, OMX och Ägarservice AB. Tyvärr utan resultat då denna information endast utkommer en gång per kvartal. Första rapporten om ägarstatistik på den nordiska börsen utkommer först under tredje veckan i januari, vilket är efter inlämnandet av denna uppsats. Författarna försökte istället inhämta information kring ägarstatistik hos respektive svenska bolag som introducerats på den nordiska listan sedan starten den 2 oktober. De bolag som svarade uppgav att de ej kunde bistå med denna information. Hade tillgång till denna information funnits så hade detta kunnat utgöra ett kompletterande exempel där man jämfört företagets nordiska ägande med hur det generellt sett ut tidigare. Dock hade det, på grund av den korta tiden sedan den nya listindelningen, varit omöjligt att dra statistiskt signifikanta slutsatser.

## 2.5 Validitet

Under arbetet med studien har hänsyn tagits till validiteten i den information som samlats in, d.v.s. om informationen är relevant och giltig för studien.<sup>20</sup> Det är viktigt att ha samlat in rätt data vid intervjuerna så att frågeställningen i slutändan kan besvaras. Genom tidskrifter och faktatidskrifter har kunskap fått kring olika begrepp för att öka validiteten i arbetet. Om det ej hade skett någon inläsning inför intervjuerna så hade det kunnat leda till insamling av data som varit irrelevant för studien.<sup>21</sup>

## 2.6 Reliabilitet

Ytterligare ett krav i studien är att den innehåller reliabilitet. Detta innefattar att stor vikt har lagts ner vid insamling av information och att informationen är tillförlitlig. Allt detta för att på bästa sätt kunna besvara frågeställningen. Genom att utföra ett antal intervjuer som är oberoende av varandra så kan reliabiliteten avgöras i dess utsagor. Genom att spela in intervjuerna har gardering gjorts för att inte någon information skulle försvinna och detta har därigenom

---

<sup>20</sup> Halvorsen, K., *Samhällsvetenskaplig metod* (1992), s. 41.

<sup>21</sup> Eriksson, L.T., Widersheim-Paul, F., *Att utreda forska och rapportera* (1997), s. 38-39.

stärkt reliabiliteten.<sup>22</sup> En av intervjuerna spelades inte in, detta kan försvaga tillförlitligheten i svaren då eventuell information kan försvinna och misstolkas. Svaren från respondenterna är dock i stor grad överensstämmande, vilket minskar risken för feltolkning.

En annan omständighet som även har kunnat sänka reliabiliteten är att intervjuerna ej utfördes på samma sätt vilket kan leda till svårigheter vid en jämförelse. En e-mail intervju kan leda till missförstånd då man har svårare att tolka vad svaren innebär.

En faktor som också tagits hänsyn till gällande tillförlitligheten i källorna är huruvida det har uppstått någon s.k. intervjuareffekt. Respondenten och intervjuarens olika personligheter och åsikter om den nya nordiska börsen kan ha påverkat svaren och helheten av intervjuerna. Det kan även ha varit så att respondenterna svarat som de tror varit i studiens intresse. Denna möjlighet anses dock vara minimal då frågeställningen i studien var öppen och det ej funnits en förutbestämd utgång av studien.<sup>23</sup> För att öka reliabiliteten i studien har författarna dessutom samlat in data från olika källor för att sedan jämföra och stämma av för att få fram en så korrekt bild av verkligheten som möjligt.

## **2.7 Diskussion kring val av metod**

Kritik kan riktas till valet av investmentbanker som de korrekta respondenterna och om det är dem som har användbar information om nyintroduktioner. Studiens val kan försvaras med att det i nuläget troligtvis är investmentbankerna som har störst kontroll och bäst överblick huruvida företagens chanser att införskaffa nordiskt riskkapital vid nyintroduktioner kan komma att påverkas av en harmoniserad börs, då de i högsta grad är involverade i processen. De enskilda företagen har troligtvis mindre kunskap och tankar om detta och OMX är troligtvis inte tillräckligt objektiva som tänkbara respondenter.

I studien existerar svarsbortfall då alla investmentbanker som sköter nyintroduktioner inte finns med som respondenter, vilket kan medföra att all tillgänglig information inte kunnats ta del av vid en jämförelse sinsemellan. Orsakerna till svarsbortfallet är både att de tänkbara re-

---

<sup>22</sup> Eriksson, L.T., Widersheim-Paul, F., *Att utreda forska och rapportera* (1997), s. 38-39.

<sup>23</sup> Halvorsen, K., *Samhällsvetenskaplig metod* (1992), s. 89.

spondenterna ansåg att de ej hade någon tid att avsätta till intervjuer och att en del ej var anträffbara vid upprepade kontaktförsök. Författarna anser dock att svarsbortfallet inte i någon större utsträckning har påverkat studiens utfall.

## **2.8 Tidigare studier**

Det har inte tidigare gjorts någon liknande forskning inom samma ämne som denna studie, delvis p.g.a. aktualiteten i ämnet. Den studie vars ansats till största del överensstämmer med denna uppsats är ”The Role of Corporate Governance in the IPO Process: a note” som utförde en studie genom att utföra semistrukturerade intervjuer och även enkäter. De tittade på vilka förändringar som skedde inom Corporate Governance vid en nyintroduktion. I denna studie poängterar de att analyser över ägarstrukturen och hur nyintroduktioner påverkar Corporate Governance kan hjälpa företag att tänka över olika faktorer vid nyintroduktioner.<sup>24</sup>

---

<sup>24</sup> Burton, B., Helliard, C., Power, D., *The Role of Corporate Governance in the IPO Process: a note* (July 2004).

## 3. Praktisk referensram

---

---

Kapitlet har skapats för att öka förståelsen för läsaren och beskriva under vilka förutsättningar uppsatsen skrivits. Att beskriva hur investmentbanker, nyintroduktioner och den nya börsen fungerar ökar dessutom giltigheten i studien.

---

---

### 3.1 Den nordiska börsen

Från och med den 2 oktober 2006 blev den nordiska börsen realitet. Stockholmsbörsen, Köpenhamnsbörsen och Helsingforsbörsen bildade då en gemensam lista med gemensamma noteringskrav. I början av 2007 kommer även isländska bolag att noteras på den nordiska listan. Oslobörsen erbjöds även att medverka men tackade nej, dock står erbjudandet kvar.<sup>25</sup>

Den nya nordiska listindelningen innebär bl.a. att A- och O- listorna på Stockholmsbörsen försvinner, liksom motsvarande listor i Danmark och Finland. Dessa ersätts med en enhetlig nordisk lista. På den nordiska listan delas företagen in efter tre segment, Large Cap, Mid Cap och Small Cap, som är en indelning baserad på marknadsvärde. Även indelning efter sektorer, d.v.s. utefter branschtillhörighet finns att tillgå, huvudsakligen för att underlätta jämförelser mellan företag inom samma bransch. Indelningen utefter sektorer följer den internationella standarden GICS (Global International Classification Standards) som utvecklats av Morgan Stanley och Standard & Poor's.<sup>26</sup> I och med den nya listan uppstår även nya index. För varje segment och för varje sektor finns ett index som följer hur marknaden utvecklas, vilket underlättar jämförelser och skapar en enhetlig struktur för alla medverkande länder. För tillväxtföretag finns en alternativ lista, First North, med lägre krav än vad det är på den nordiska listan.

---

<sup>25</sup> [www.omxgroup.com](http://www.omxgroup.com), Den nordiska börsen Q&A, pdf, 2006-11-20.

<sup>26</sup> [www.omxgroup.com/nordicexchange/omhandeln/](http://www.omxgroup.com/nordicexchange/omhandeln/), 2006-11-20.

Tanken är att företag på väg uppåt kan listas här i väntan på att uppfylla kraven för att noteras på den nordiska listan.<sup>27</sup>

Meningen med den nordiska börsen är att skapa en gemensam mötesplats för nordiska företag och investerare, såväl nordiska som utomnordiska. Den nordiska börsen ska hjälpa företag att bli mer synliga och lättillgängliga och på så sätt underlätta för dem att införskaffa kapital. Även småspararna anses vinna på den nya börsen i form av lägre kostnader för courtage och större utbud vid handel över gränserna. Målet är att det ska kosta lika mycket att handla på börsen oberoende om investeraren befinner sig i Danmark, Finland eller Sverige.<sup>28</sup>

Den nya nordiska listindelningen har funnits i drygt tre månader men utvecklingen går ganska långsamt. Trots att det nu är lika enkelt att köpa en dansk som en svensk aktie så erbjuder många svenska banker såsom H & Q och Skandiabanken fortfarande endast handel med svenska aktier på sina hemsidor. Inte heller målet att samma regler ska gälla oavsett vart investeraren handlar har uppnåtts. Oberoende av bolagets landstillhörighet gäller ändå de skatteregler som finns i investerarens hemland, då han investerar i detta bolag. Inte heller de gemensamma noteringskraven är ännu helt harmoniserade. Det gäller t.ex. fortfarande olika regler om krav på hur mycket information som ska tillhandahållas och vilken övervakning som är aktuell i de olika länderna.<sup>29</sup>

Kritik har dock riktats mot OMX som anses ha haft ett egenintresse i att sammanföra de nordiska börserna. Konkurrensen på världsmarknaden och börserna emellan har hårdnat och för att inte likvideras, måste börserna börja rationalisera. Tanken med den nordiska börsen skulle alltså inte ha varit att underlätta för placerare, banker och andra aktörer som är aktiva på börsen som det talats om tidigare utan en slags överlevnadsstrategi. Kritiken kommer huvudsakligen från investmentbanker och mäklare. Andra problem som lyfts fram är bl.a. att de stora företagen kommer att ta all plats i media och att mindre företag får kliva åt sidan. Man har även pekat på att småspararna kommer att drunkna i information och att det kan bli svårare att plocka ut det viktigaste ur informationen som finns att tillgå.<sup>30</sup>

---

<sup>27</sup> [www.omxgroup.com](http://www.omxgroup.com), Den nordiska börsen Q&A, pdf, 2006-11-20.

<sup>28</sup> [www.omxgroup.com/nordicexchange/omhandel](http://www.omxgroup.com/nordicexchange/omhandel), 2006-11-20.

<sup>29</sup> [www.omxgroup.com](http://www.omxgroup.com), Den nordiska börsen Q&A, 2006-11-20.

<sup>30</sup> Froste, C., *Nordens Ljus* (2006).

## 3.2 Investmentbolag

När ett bolag skall introduceras på börsen för att få in nytt kapital till företaget anlitas en investmentbank. Dessa bolag är banker som under en tid, avsätter en del av organisationen till nyintroduktioner. De agerar då som rådgivare för bolagen. Det är kostsamt för företagen att noteras på börsen, inte bara sett till de arvoden de betalar till investmentbankerna, men också för de kostnader ett aktiebolag medför. Alla företag är inte menade att drivas som noterade aktiebolag utan passar helt enkelt bättre som onoterade. Det ligger därför ett stort ansvar hos investmentbankerna, inte minst mot företagen men också mot investerarna som tecknar andelar. De femton största investmentbankerna i Sverige, som har introducerat fler än två bolag på Stockholmsbörsen sedan 1994 är:

Carnegie	32	Goldman Sachs	5
Enskilda	25	Fisher	4
Handelsbanken	21	Servisen	3
ABN Amro	14	Deutsche Bank	2
Kaupthing	14	Spectra	2
H&Q	13	ABG	2
Swedbank	11	Morgan Stanley	2
Nordea	10		

Källa: Affärsvärlden <sup>31</sup>

Arvodena till investmentbankerna bestäms utifrån den risk de utsätter sig för i samband med den metod som väljs för nyintroduktionen. Metoderna bolagen kan välja mellan är underwriting och best-effort. Vid en underwriting garanterar banken att alla andelar blir tecknade. Om inte tillräckligt många investerare är intresserade blir banken tvungen att köpa de andelar som inte blir sålda vid en nyintroduktion. P.g.a. den större risk som banken utsätter sig för, begär banken ett högre arvode för denna metod. Best-effort metoden innebär att banken gör sitt yttersta för att få alla andelar sålda till investerare men de går inte själv in och täcker för de osålda andelarna. Detta kan innebära att företaget står med osålda andelar och bolagen utsätts

---

<sup>31</sup> Nordenström, P., *Carnegie toppar noteringslistan* (2006).

därför för en större risk. Banken står inte för den risken och kräver därför lägre provision för nyintroduktionen. Investmentbankerna tjänar stora pengar på en nyintroduktion och därför föreligger en potentiell intressekonflikt vid introduktioner. Investmentbankerna ska vara objektiva och endast introducera företaget om det är tillräckligt stabilt. De har ett ansvar dels mot företaget som är deras kund, dels mot alla institutioner och småsparare som de agerar mäklare åt. Samtidigt är det mycket pengar bankerna förlorar på att inte genomföra en introduktion. Investmentbankerna ger ut det prospekt som potentiella investerare kan ta del av och kan därför ses som en viktig källa till information och värdering av företaget i fråga.<sup>32</sup>

### 3.3 Nyintroduktioner

Nedanstående information kring nyintroduktioner baseras på insamlad information från utförda intervjuer.

En nyintroduktion innebär att ett företag säljer ut en del av eller allt sitt aktiekapital till investerare och noterar sig på börsen. Nyintroduktioner kan vara notering på Nordiska börsen, Stockholmsbörsen men också på några av de alternativa börserna. Själva nyintroduktionen kan delas in två faser, en förberedande fas och en publik fas. Den förberedande fasen kan i sin tur delas upp i en legal del och en marknadsföringsdel. I den legala delen skriver man prospekt. Det finns EU-direktiv för hur prospektet skrivs som måste följas. I marknadsföringsdelen ska man belysa både bolagets styrkor och kritiska områden.

En nyintroduktion involverar en mängd människor. Det är investmentbankerna som har det övergripande projektansvaret och som agerar rådgivare till företaget, en advokat formulerar all dokumentation och sköter prospektet, investmentbankernas advokater hjälper till med de juridiska frågorna, bolagets revisorer granskar bolagets finanser och givetvis bolaget själv.

För att kunna skriva ett prospekt måste det utföras en due diligence, en sorts intern granskning av företaget. I granskningen undersöks företagets operationer. Man tittar på deras affärsmodell, om styrelsen passar för ett noterat bolag, hur snabba de är på att ta fram korrekta rappor-

---

<sup>32</sup> Kim, K., Nofsinger, J., *Corporate Governance* (2007), s. 58-64.

ter o.s.v. Allt detta för att veta om det är ett företag som kommer att intressera investerare och om bolaget uppnår de minimikrav som finns för att kunna noteras på börsen. För att granska företagets historiska finanser tas det hjälp av revisorerna vid det företaget som skall introduceras. Investmentbolaget spår även företagets framtida finanser för att konstatera att det är ett bolag som faktiskt kan leverera i framtiden. Parallellt med investmentbankernas granskning gör också börsens granskningsrevisorer en egen granskning av företaget. När granskningen av bolaget är färdig skall det sedan hittas rätt marknadsföringsmix på introduktionen. Det skapas då en "equity story" som positionerar bolaget på bästa möjliga vis utan att förvränga verkligheten. Detta görs för att investerare ska få möjlighet att få vetskap om företaget är i tvist och liknande. Försäljningsargumenten arbetas igenom för att skapa attraktion för företaget bland investerare. Prospektet bygger sedan på detta men först ska dock prospektet godkännas av Finansinspektionen.

I samband med en nyintroduktion brukar bankerna erbjuda en undersökning av bolaget av sina analytiker som arbetar med handel, försäljning och research. Analysen är självständig och helt oberoende av banken. Detta för att alla mäklare som är med i syndikatet ska få träffa bolagets ledning och fysiskt granska bolaget.

Arbetet innan den publika fasen pågår under ca. två till fyra månader, beroende på hur förbättrat och anpassat företaget är för en notering på börsen. Den förberedande fasen följs av den publika fasen som varar i ungefär fyra veckor. De första två veckorna av den publika fasen är s.k. semipublik, d.v.s. transaktionen har ännu inte utannonserats. Under denna period besöker analytikerna institutioner och andra tänkbara investerare och förbereder dem inför mötet med bolaget. De andra två veckorna av den publika fasen startar med en presskonferens och pressreleaser. När transaktionen annonserats ger sig företaget ut på en "road show", där de möter investerarna. Efter det inleds en prissättningsdiskussion där man kommer fram till ett lämpligt prisintervall. Då det vid en nyintroduktion åligger stor risk för banken tenderar aktiepris att vara undervärderade för att investerare ska vara villiga att satsa och banken slippa att skjuta till kapital.<sup>33</sup>

---

<sup>33</sup> Kim, K., Nofsinger, J., *Corporate Governance* (2007), s. 58-64.



Slutligen startar en anmälningsperiod där intresserade investerare får teckna sig för köp av aktier. Andelarna registreras hos Värdepappers Centralen (VPC). Till Värdepappers Centralen skickas även prospektet som innehåller information om företaget, dess finanser och hur kapitalet som fås vid introduktioner kommer att användas<sup>34</sup>. Dagen efter priset satts, noteras bolaget och investerare får sina aktier mot betalning.<sup>35</sup>

---

<sup>34</sup> Kim, K., Nofsinger, J., *Corporate Governance* (2007), s. 58-64.

<sup>35</sup> Baserat på insamlat material från intervjuerna med investmentbankerna.

## 4. Teori

---

---

Kapitlet tar upp de teorier som författarna använt sig av för att analysera den insamlade empirin. Teorin som uppsatsen baseras på finns inte som en samlad teori. Istället presenteras teorin i form av de artiklar och forskningsrapporter som finns på området och som tidigare presenterats i akademiska tidskrifter.

---

---

### 4.1 Corporate Governance

Teorin om Corporate Governance grundar sig i tankarna om separation mellan ägande och kontroll. Offentliga företag har idag behov av att dela på dessa två faktorer. Problemet nämns ofta som agentproblematiken där aktieägaren är principalen och ledningen i företaget är agenten. I problemet beskrivs vikten av övervakning i ett företag. Ledningen har ett ansvar för den dagliga verksamheten och anses ibland agera i eget intresse istället för i företagets och aktieägarna agerar i form av en kontrollenhet. Corporate Governance innefattar även andra intressenter såsom management, investmentbanker, konsulter, revisorer, långgivare, analytiker, lagstiftare och företagets styrelse. Alla dessa parter spelar ett samspel där alla har sina egna preferenser men ingen del är viktigare än den andra. Sker en händelse i någon del av Corporate Governance-systemet så påverkar det de andra delarna, samt hela företaget. Om en styrelse t.ex. består av män eller kvinnor eller om det finns utländskt ägande i företaget så påverkar detta Corporate Governance-systemet som sedan har en övergripande påverkan på företaget.

<sup>36</sup>

Området Corporate Governance och dess ledord kontroll har blivit allt viktigare för företag. Inte minst sedan ett antal skandaler skett, däribland Enron-skandalen som fick mycket uppmärksamhet i media. Mindre företag utan större ägare behöver inte i samma utsträckning ta hänsyn till Corporate Governance och dess krav. Problemet blir mer aktuellt då ett företag lis-

---

<sup>36</sup> Kim, K., Nofsinger, J., *Corporate Governance* (2007), s. 1-8.

tas på en börs och erbjuder sina aktier till allmänheten. Så fort ett företag noteras på en börs och blir publikt så uppstår en intressekonflikt, agentproblemet, mellan olika parter i organisationen vilket leder till transaktionskostnader för företagen.<sup>37</sup> Burton, Helliär och Power (2004) utförde en studie där de undersökte om en nyintroduktion påverkar företagets Corporate Governance och företagets verksamhet i helhet. Enligt författarna så är de största förändringarna som uppstår för ett företag vid en nyintroduktion relaterade till Corporate Governance. Företagen byter bl.a. revisorer, förbättrar sina system för intern övervakning och utnämmer nya chefer och oberoende styrelseledamöter.<sup>38</sup>

Företag som missköter eller misslyckas med att upprätta en effektiv Corporate Governance upplever det ofta svårare att skaffa kapital till organisationen, vilket kan vara inkörsporten till en rad andra problem t.ex. lägre kreditvärdighet och högre kostnader för lånat kapital.<sup>39</sup> Att ha en effektiv Corporate Governance och att kunna skaffa riskkapital är således kritiska områden för företagen redan vid en nyintroduktion. Det gäller att tänka igenom sina beslut och planera för framtiden.

## 4.2 Ägarstruktur

I Mello och Parsons (1998) artikel tar författarna upp att hur ett företags ägarstruktur ser ut spelar roll för företagets verksamhet och värde. Huvuddelen av deras forskningsrapport behandlar frågan om ägarstrukturen spelar någon roll då ett företag väljer att introduceras på börsen. Författarna menar att man ska sköta försäljningen av aktier med en viss tanke på hur företaget vill att deras ägarstruktur skall se ut i slutändan.<sup>40</sup> Zingales tar upp liknande problem i sin artikel. Han belyser olika sätt för ett företag att nyintroduceras på, antingen genom att sälja ut hela bolaget på en gång eller att sälja av några delar av företaget i taget. Slutsatsen i artikeln blir att för att maximera säljarens intäkter vid en nyintroduktion och uppnå en tillfredsställande ägarstruktur så bör företaget säljas av i etapper. Helst bör de första delarna säljas av till ej aktiva aktieägare för att säljaren ska kunna samla information och erfarenhet från

---

<sup>37</sup> Hart, O., *Corporate Governance: Some theory and implications* (1995).

<sup>38</sup> Burton, B., Helliär, C., Power, D., *The Role of Corporate Governance in the IPO Process: a note* (July 2004).

<sup>39</sup> Ibid.

<sup>40</sup> Mello, A.S., Parsons, J.E., *Going public and the ownership structure of the firm* (1998).

dessa, för att sedan kunna förhandla bättre med aktiva aktieägare.<sup>41</sup> Stoughton och Zechner (1998) undersöker även de nyintroduktioner och hur de påverkar ett bolags ägarstruktur och värde. Stora investerare har en fördel, framför små investerare, vid övervakning av ledningen i ett bolag. De stora investerarna, ofta institutioner, har bättre kunskap och mer erfarenhet på området eftersom området ingår i deras verksamhet. Stora investerare bör därför ha förtur och favoriseras vid en nyintroduktion, i motsats till föregående artikel.<sup>42</sup>

### 4.3 ”Home Bias”

Dahlquist et al (2002) gör ett försök att i sin artikel utreda begreppet ”Home Bias”. Begreppet är svårt att definiera men i stora drag innebär det att investerare föredrar inhemska aktier i sina aktieportföljer jämfört med utländska.<sup>43</sup> Forskare som har kommit fram till samma resultat tidigare anger att några av skälen till ”Home Bias” kan vara t.ex. informationsasymmetrier, större optimism över egna inhemska aktier samt att det finns barriärer för utländska investeringar.

Dahlquist et al undersöker om sammansättningen av ägarna kan förklaras av begreppet ”Home Bias”. Studien, som utförs på den svenska marknaden kommer fram till att ”Home Bias” och Corporate Governance är två faktorer som är relaterade till varandra. Författarna påpekar dock att försöka få barriärerna för internationella investeringar att försvinna innebär inte att företeelsen ”Home Bias” försvinner, utan att man istället bör titta på hur lagarna för skydd av investerarna ser ut i respektive land.<sup>44</sup>

I forskningsrapporten ”The determinants of cross-border equity flows” inleder författarna med påståendet att ”*geografen av information är den huvudsakliga faktorn som avgör mönstret för internationella trasaktioner*”<sup>45</sup>. Med föregående mening menas att informationsasymmetrier delvis uppstår på grund av det geografiska avståndet mellan länder och även kulturella skillnader som i sin tur påverkar finansiell handel mellan olika länder. Författarna redogör för att

---

<sup>41</sup> Zingales, L., *Insider ownership and the decision to go public* (July 1995).

<sup>42</sup> Stoughton, N.M., Zechner, J., *IPO-mechanisms, monitoring and ownership structure* (1998).

<sup>43</sup> Dahlquist, M., Pinkowitz, L., Stulz, R.M., Williamson, R., *Corporate Governance and the Home Bias* (2002).

<sup>44</sup> Dahlquist, M., Pinkowitz, L., Stulz, R.M., Williamson, R., *Corporate Governance and the Home Bias* (2002).

<sup>45</sup> Portes, R., Rey, H., *The determinants of cross-border equity flows* (Oct 2005).

kapitalmarknader globaliseras och att dessa problem då antas försvinna. Så är dock ej fallet. All finansiell information på marknaden är inte tillgänglig för alla utländska investerare vilket gör att informationsasymmetrier uppstår och därmed handlar aktieägare framförallt på sina hemmamarknader, s.k. "Home Bias". Portes och Rey menar i sin artikel att informationsasymmetri eller den familjära känslan till hemlandet ligger till grund för det låga utländska ägandet i aktier.<sup>46</sup>

Babilis och Fitzgerald (2005) nämner i sin artikel olika anledningar till "Home Bias". Där ibland nämns transaktionskostnader i form av skatter och kostnader i samband med valutarisering, informationsasymmetrier, investeringsbarriärer och möjligheten att hedga inhemska risker bättre med inhemskt kapital än med utländska aktier. Den sista orsaken som nämns är endast spekulativ och har ej bevisats empiriskt och innebär att "Home Bias" kan, genom att investera i inhemska företag som verkar internationellt, leda till bättre diversifiering.<sup>47</sup>

"Home Bias" och varför investerare väljer att inte diversifiera sina portföljer med utländska aktier har förbryllat forskare under åren. Enligt grundläggande portföljvalsteori så kan diversifiering minska osäkerheten och därmed även minska risken för ens investeringar.<sup>48</sup> Flera rapporter har försökt utreda denna fråga men de har inte lyckats enas om en förklaring.<sup>49</sup> Dahlquist och Robertson (2002) menar i sin artikel att aktieägare upplever hinder vid urval och vid investering i utländska aktier och därför hellre köper inhemska aktier. Det kan t.ex. vara i form av informationsasymmetri, politiska eller landsspecifika risker.<sup>50</sup> Babilis och Fitzgerald (2005) å andra sidan kommer i sin artikel fram till att följderna av "Home Bias" sträcker sig långt bortom den internationella kapitalmarknaden.<sup>51</sup> Strong och Xu (2003) undersöker om och till vilken grad även förmögenhetsförvaltare favoriserar inhemska investeringar. Deras resultat antyder att förmögenhetsförvaltare visar en viss förkärlek till att investera på den inhemska marknaden.<sup>52</sup> Cooper och Kaplanis (1994) undersöker ifall "Home Bias" i aktieport-

---

<sup>46</sup> Portes, R., Rey, H., *The determinants of cross-boarder equity flows* (Oct 2005).

<sup>47</sup> Babilis, S., Fitzgerald, V., *Risk Appetite, Home Bias and the Unstable Demand for Emerging Market Assets* (Oct 2005).

<sup>48</sup> Markowitz, H.M., *Foundations of Portfolio Theory* (1991).

<sup>49</sup> Dahlquist, M., Pinkowitz, R.M., Williamson, R., *Corporate Governance and the home bias* (Nov 2002).

<sup>50</sup> Dahlquist, M., Robertson, G., *Direct foreign ownership, institutional investors, and firm characteristics* (2001).

<sup>51</sup> Babilis, S., Fitzgerald, V., *Risk Appetite, Home Bias and the Unstable Demand for Emerging Market Assets* (Oct 2005).

<sup>52</sup> Strong, N., Xu, X., *Understanding the equity home bias: evidence from survey data* (May 2003).

följer är orsakad av investerare som försöker skydda sig mot avvikelser i PPP (purchasing power parity) i form av hedging.<sup>53</sup> Sammanfattningsvis kan man säga att de flesta rapporter ändå verkar vara överens om att det i de flesta fall handlar om att utländska investerare känner att de inte i samma utsträckning har tillgång till den information som inhemska investerare har. Informationsasymmetrin och osäkerheten gör att de hellre stannar på sina respektive hemmamarknader.

## 4.4 Utländskt ägande

Även om investerare visar en förkärlek till att investera i inhemska aktier så betyder det inte att det inte sker några investeringar i utländska aktier överhuvudtaget. Det utländska ägandet har ökat de senaste åren p.g.a. avregleringar och öppnandet av gränser. Dahlquist och Robertson genomförde 2001 en studie om utländskt ägande på den svenska marknaden.<sup>54</sup> Utländska investerare tenderar, enligt studien, till att investera i bolag med viss karaktär. Typiska utländska ägare i Sverige är institutioner och därför har studien som jämförelse tagit inhemskt institutionellt ägande. Utländska ägare verkar dras till stora, välkända bolag. Än en gång så motiveras beteendet med att de största bolagen syns mest och att människor i allmänhet har kännedom om dem och att detta därmed skapar en slags familjär känsla. Samma motivering får slutsatsen att utländska investerare placerar mer i länder varifrån de importerar mycket och i bolag som även finns listade utomlands. Enligt artikeln så skulle alltså de utländska ägare som investerar i svenska aktier komma huvudsakligen från andra nordiska länder och ett antal länder i övriga Europa.

Dahlquist och Robertson (2001) menar också att utländska investerare favoriserar tillväxtbolag med låg proportion av book-to-market och bolag med liten/mindre utdelning. Noterbart är att den sistnämnda punkten, att utländska placerare tenderar att investera i tillväxtbolag, motsäger argumentet att utländska placerare favoriserar stora, välkända bolag. Frågan kvarstår i artikeln vad de hade valt i första hand? Artikeln tar också upp att utländska investerare handlar mer frekvent än vad inhemska investerare gör och att detta beteende kräver en likvid

---

<sup>53</sup> Cooper, I., Kaplanis, E., *Home Bias in Equity Portfolios, Inflation Hedging, and International Capital Market Equilibrium* (1994).

<sup>54</sup> Dahlquist, M. Robertson, G., *Direct foreign ownership, institutional investors and firm characteristics* (2001).

marknad i större utsträckning. Studien tar även upp några bolag med viss karaktär som utländska investerare undviker. Däribland nämns bolag som har hög skuldsättning och bolag som har dominanta ägare. Den sistnämnda punkten kan bero på att de utländska investerarna i många fall är ute efter att kunna påverka de bolag de investerar i.

Det visade sig dessutom vid en jämförelse att utländska investerare, dvs. utländska institutioner, i många fall investerar likadant som svenska institutioner. Institutioner verkar alltså, oberoende varifrån de kommer, vara intresserade av samma drag hos bolagen de investerar i. Största skillnaden på utländska och svenska institutioner var enligt studien att utländska institutioner i större utsträckning investerade i högriskbolag.

Studien tog dessutom upp hur privatinvesterare tenderar att investera. Dessa skiljde sig lite från institutionernas, då de föredrog mindre bolag och bolag med hög ägarkoncentration. De föredrog dessutom bolag med relativt hög risk. Slutligen undersökte Dahlquist och Robertsson om det geografiska avståndet till den utländska investeraren hade någon betydelse. Procentuellt visar resultaten, som är från 1997, att både Norge, Finland och Danmark finns med bland de tio största utländska investerarna på den svenska marknaden. De två absolut största utländska ägarna var dock USA (47,7 %) och Storbritannien (19,5 %). Nordamerika visade sig alltså vara den region med störst andel utländska ägare på den svenska marknaden (48,8 %), därefter kom Europa (40,9 %) och sedan Norden som i princip upptog resten av investerarna.

Även andra författare har kommit fram till liknande slutsatser. Kang och Stulz (1997), som gjorde en studie på den japanska marknaden, kom fram till att utländska investerare helst investerar i större bolag och bolag med låg skuldsättning.<sup>55</sup> Även Gompers och Metrick (1999) kommer fram till liknande resultat. De drar, i sin artikel, slutsatsen att amerikanska institutioner investerar i stora och likvida bolag.<sup>56</sup> Grinblatt och Keloharju (2000) delar i sin artikel in aktieägare i olika kategorier och undersöker om dessa agerar olika då de investerar på aktiemarknaden. Studien som gjordes på den finska marknaden kommer bl.a. fram till att utländska investerare är sofistikerade i sina investeringar. Inhemskt investerare, som då anses

---

<sup>55</sup> Kang, J-K., Stulz, R.M., *Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan* (1997).

<sup>56</sup> Gompers, P.A., Metrick, A., *Institutional investors and equity prices* (Feb 2001).

mindre sofistikerade, gör ofta motsatta investeringar än vad de utländska investerarna gör, dvs. säljer då utländska investerare köper och vice versa.<sup>57</sup> Choe et al. (1999), som gör en studie på den koreanska aktiemarknaden, undersöker om utländska investerare handlar och hur de påverkar aktiepriserna. De kommer fram till att utländska investerare har en stabiliserande effekt på den koreanska marknaden, d.v.s. att de agerar som de inhemska institutionerna.<sup>58</sup>

## 4.5 Riskkapital

Huvudfrågan i Modén och Oxelheims (1995) forskningsrapport är: ”*vad är de signifikanta skillnaderna i att skaffa kapital utomlands jämfört med i det egna landet? Och har dessa skillnader försvunnit med avregleringar?*”<sup>59</sup> Författarna har i studien tittat närmare på om det sker några prisförändringar på de inhemska marknaderna då ett företag väljer att även notera sig på en utländsk börs. Att vara noterad på mer än en börs är något som blivit möjligt efter avregleringar på aktiemarknaden. I forskningsrapporten har författarna haft den svenska marknaden som studieobjekt. De kommer fram till att även om en del har skett inom det legala området så kvarstår det fortfarande barriärer då det gäller information. I artikeln beskrivs även att om en aktiemarknad blir mer integrerad så behöver de olika företagen inte söka upp utländskt riskkapital i samma utsträckning utan det räcker att företaget introduceras på en marknad.

Som svar på frågan varför man vill söka riskkapital utomlands kan för företaget även vara av marknadsföringsmässiga skäl där företaget vill att varumärket skall synas utomlands för att i ett senare skede kunna inleda en verksamhet på den utländska marknaden. Detta gäller både då ett företag nyintroduceras på en utländsk marknad eller vid en nyemission som riktar sig till utländska investerare.<sup>60</sup>

---

<sup>57</sup> Grinblatt, M., Keloharju, M., *The investment behavior and performance of various investor types: a study of Finland's unique data set* (2000).

<sup>58</sup> Choe et al. *Do foreign investors destabilize stock markets? The Korean experience in 1997* (1999).

<sup>59</sup> Modén, K-M., Oxelheim, L., *Why issue Equity abroad* (1995).

<sup>60</sup> Ibid.



## 5. Empiri

---

---

Kapitlet återger sammanfattningar av utförda intervjuer.

---

---

### 5.1 Intervju med Swedbank

Daniel Hummel är 35 år, utbildad civilekonom och arbetar som projektledare på Corporate Finance avdelningen på Swedbank. Hummel hade inte tid att delta i intervju via telefon och svarade därför på frågorna via e-mail.

Vid en nyintroduktion tar Swedbank kontakt med sina investerare via olika kanaler. Kontakten med institutionerna tas via Institutionsmäkleriet som säljer till många svenska och utländska institutioner. Privatspararna når de dels via de lokala mäklarborden runt om i Sverige och dels genom sitt kontorsnät. Betydelsen av NetTrade (Swedbanks internetmäklare) och "Banken via Internet" har ökat kraftigt i samband med nyintroduktioner. Swedbank har kontor i alla de nordiska länderna vilket kommer att underlätta arbetet i samband med noteringar och ägarspridningar. På frågan om hur fördelningen varit mellan privat, institutionellt, inhemskt och utländskt ägande innan den nordiska börsen svarar Hummel att det har varierat avsevärt beroende på företagets storlek, vilken bransch de befunnit sig i och vilka önskemål de haft. Vanligtvis bjuds utländska institutioner in men det kan variera kraftigt i vilken utsträckning de deltar, menar Hummel.

Företaget har inte planerat att ändra sin strategi angående vem de kommer att rikta sig till vid en nyintroduktion utan detta kommer fortfarande att ligga i företagets händer. Hummel tror att ett pannordiskt ägande vid en nyintroduktion kan komma att gynna bolagen som alltid är intresserade av att nå ut till en geografiskt bredd av investerare.

## **5.2 Intervju med Enskilda**

Magnus Bernin är 36 år, han studerade på Handelshögskolan i Stockholm och på Juristlinjen vid Stockholms universitet. Han arbetar som Director på SEB Enskilda Corporate Finance den avdelning på SEB, där transaktioner som bl.a. börsintroduktioner sköts.

Ofta har företaget som ska nyintroduceras särskilda önskemål om hur ägarfördelningen ska se ut, säger Bernin. Vissa företag ser nyintroduktionen som en marknadsföringsgrej och vill därför ha en väldigt spridd ägarbas medan andra mest vill ha institutionell ägarbas. Man vill att ägarbasen ska vara en blandning av köpbenägna och långsiktiga sparare, för att likviditeten ska vara bra, menar Bernin. Enskilda brukar oftast samarbeta med utländska investmentbanker och erbjuder alltid utländska institutioner del vid nyintroduktioner. Bernin är ganska säker på att Enskilda inte kommer att ändra sin strategi till följd av den nya listindelningen. Han tror inte att den nya listindelningen kommer få särskilt stor betydelse för investerare, som sedan tidigare handlar över landsgränserna. Samtidigt kan Bernin tänka sig att det på sikt kommer att få betydelse om investerare i de nordiska länderna suddar ut landsgränserna och börjar se den nordiska marknaden som en enda. Det kan öka handeln i de andra nordiska ländernas aktier.

Eftersom Enskilda gör många nyintroduktioner i andra nordiska länder har de även bankkontor där. Jag tror inte att den nya listindelningen kommer att öka chanserna att få in nordiskt riskkapital, hävdar Bernin, då det generellt inte varit några problem med det tidigare, både inhemska och utländska investerare har haft intresse i introduktioner. Bernin avslutar med att säga att han är positiv till den nya listan. Han tror som tidigare sagts inte på någon större skillnad men så småningom kommer det på marginalen vara positivt, samt att det är bra när indexen blir bredare så man kan jämföra internationellt.

## **5.3 Intervju med Carnegie**

Per Johannes är 46 år, utbildad civilekonom och är projektledare inom investment banking och arbetar framförallt med publika transaktioner. Annika Sigfrid är 32 år, utbildad

civilekonom och arbetar på avdelningen Equity Capital Market och Syndikering, där man arbetar med equity-relaterade transaktioner såsom börsintroduktioner och placeringar av nya och befintliga aktier.

Carnegies huvudverksamhet är uppdelad i tre delar; mäklariet, investment banking och kapitalförvaltning. Johannes menar att deras arbete inte kommer att påverkas nämnvärt i och med den nya börsen. Johannes vill dock poängtera att kapitalet redan idag är relativt globalt för de stora investerarna. Därför kommer ingen direkt förändring för deras del att ske men möjligtvis, fortsätter Johannes, kan den nya listan innebära större genomlysning än tidigare, framförallt då investerare får en benchmarking mellan de nordiska länderna och branscherna, som man annars har haft svårt att tillgodogöra sig, inte minst kan detta gälla för privatpersoner. Ett syfte med den nordiska listindelningen är att öka den totala likviditeten på marknaden, säger Sigfrid och genom detta fortsätta attrahera utländska investerare.

Vid en börsintroduktion sätter vi fokus på institutionella investerare men vi vill även ha en spridning på privatpersoner, säger Johannes. Carnegie har en upparbetad kundbas som de vänder sig till vid en nyintroduktion. Kundbasen underhålls kontinuerligt av mäklarna. Johannes säger att de dock inte har några mallar på hur stor andel som ska vara utländska, institutionella investerare, det varierar mellan olika transaktioner men småspararna ligger oftast på 5-10 % av den totala allokeringen i deras transaktioner. Det finns ett minimikrav på antalet aktieägare, institutionerna är inte så många till antalet så därför måste antalet ägare fyllas upp av småsparare, menar Johannes. Han tillägger dock att vid en svensk introduktion så placerar Carnegie aktier hos svenska småsparare. Det är ofta stort intresse från utländska investerare i våra nordiska transaktioner tillägger Sigfrid. För att sälja aktier till institutioner i USA krävs mer legala krav på dokumentation o.s.v. men normalt sett utgör även de amerikanska investerarna en viktig målgrupp. Men målgruppen av institutioner kommer vi inte att förändra till följd av den nordiska listan, tillägger Johannes.

Johannes tror att den fördel företagen kan få av en pannordisk börs, som kan ses idag, är att det blir en ökad genomlysning så att främst privatpersoner men även vissa institutioner i andra nordiska länder får en insyn i vad som händer och sker vilket kan vara en fördel för bolaget i ett senare led. Sigfrid säger att, Carnegies affärsmodell bygger på en nordisk bank där det kan handlas i nordiska aktier. Rent tekniskt handlar svenska institutionella investerare mest i

svenska aktier, danska investerare mest i danska aktier o.s.v. men svenska institutionella investerare handlar givetvis i andra nordiska aktier. Det som är viktigt för institutionernas del är vilka företag som ingår i vilka index eftersom många av dem arbetar med ”indextracking” d.v.s. deras portfölj ska följa eller prestera bättre än index. Den nya listindelningen innebär ju också nya index, menar Sigfrid. Johannes menar också att vid en nyintroduktion så måste det finnas ett inhemskt intresse för aktien. Slutligen tror Johannes att aktiviteten på pannordisk basis kommer att öka om man bara fullt ut löser allt som har med listningsprocessen inklusive harmoniseringen av alla de nordiska ländernas börskrav och handelssystem o.s.v.

## **5.4 Intervju med bank Y**

X, 40 år, är utbildad civilekonom från Handelshögskolan i Stockholm och innehar även en examen som civilingenjör. Han arbetar på Bank Y, på avdelningen Equity Capital Market, som arbetar mest med stora bolag men mindre bolag förekommer också.

X menar att den nya listindelningen inte påverkar strategin i större utsträckning då institutioner redan är så pass raffinerade och internationella i sitt sökande. De som påverkas mest av den nya listindelningen är privatspararna som tvingas vänja sig vid nya listor och index i tidningarna, anser X. Att företagen kommer att erhålla några fördelar från den nya listindelningen vid en nyintroduktion, tror X, främst kommer att vara på andrahandsmarknaden, d.v.s. inte vid introduktionen utan först när det börjar handlas på börsen. På samma sätt tror inte X att chanserna att få in nordiskt riskkapital till företag kommer att öka annat än marginellt. Att översätta prospekt och andra dokument till de olika språk som talas i Norden skulle kosta mer än vad den marginella nyttan av det skulle vara, menar X.

## 5.5 Intervju med Thenberg Kinde

Thomas Bengtsson är 33 år och har en utbildning från Handels i Stockholm men har även studerat utomlands. Bengtsson är nu ansvarig för Corporate Finance avdelningen på Thenberg Kinde.

Thenberg Kindes huvudverksamhet involverar fyra affärsområden; Corporate Finance, som är den största avdelningen på firman, kapitalförvaltning, aktiemäkleri och så driver de Göteborgs OTC-lista som är en språngbräda för bolag som är på väg att bli noterade på en större lista. På OTC-listan lär man sig hur handel och insider fungerar för ett noterat bolag. Företaget har över 25 anställda och ungefär hälften arbetar inom Corporate Finance.

Många bolag tar kontakt med Thenberg då de vill få in pengar eller listas. Thenberg använder sig av sitt nätverk när de tar kontakt med investerare. I nätverket finns de investerare som de haft kontakt med sedan tidigare, kollegor på andra firmor, fonder, förmögna privatpersoner och investmentbolag. Bengtsson påpekar dock att de framförallt vänder sig till institutioner vid nyintroduktioner. Företaget har kontor i Stockholm, Göteborg och Malmö med huvudkontoret i Göteborg. Många investerare tar själva kontakt med Thenberg om de vill investera men Thenberg tar också kontakt med investerare som tros vara intresserade av den typen av bolag som ska introduceras. Bengtsson uppger att underhållet av nätverk och kontakter är ett stort arbetsområde för Thenberg Kinde.

Bengtsson berättar att Thenberg är en förhållandevis liten firma och att de inte arbetar med de största bolagen som finns på Large Cap och på Stockholmsbörsen. De arbetar övervägande med företag på Small Cap och de alternativa listorna som Nordic Growth Market och First North. Vissa institutionella investerare har kriterier att de inte får gå in i bolag som inte ligger på Stockholmsbörsen. Bengtsson förklarar därför att kategorin småsparare är mycket högre i deras bolag än vad den är hos bolag på Stockholmsbörsen. Dessutom är det utländska ägandet minimalt hos de mindre företagen som listas av dem.

Vid nyintroduktioner så förekommer det att Thenberg samarbetar med utländska investmentbanker. Samarbetet beror på hur stor emissionen är och om det är ett typiskt

svenskt bolag eller det är internationellt och om man vill sprida det utanför Sveriges gränser. Ibland tar Thenberg hjälp av andra för att få ut aktier, oftast filialer. De brukar även erbjuda utländska institutioner del vid nyintroduktioner, beroende på vad företaget har för storlek. Ibland görs det små emissioner och då finns det inte så stort utrymme för utländska institutioner, som oftast går in med stort kapital. Då är det bättre att få en spridning på aktierna bland privatsparare för att få en bra likviditet. Bengtsson berättar att beroende på storlek så bedöms det om bolaget skall söka investerare utomlands eller inte. Thenberg siktar på att få arbeta med några bolag på Stockholmsbörsen också. Thenberg kommer inte att ändra sin strategi angående nyintroduktioner p.g.a. den nya listindelningen. Bengtsson berättar att Thenberg har arbetat med väldigt många mindre bolag, men att de sedan en tid tillbaka velat arbeta med bolag på den nordiska listan. Det är deras målsättning och den har inte förändrats i och med den nya listindelningen.

Bengtsson tror att företagen kommer att kunna erhålla fördelar av den nya listindelningen vid en nyintroduktion. Stockholmsbörsen är inte den största börsen i Europa men en av de större och kan man göra ett samarbete med de mindre listorna både i Estland, Danmark och Finland så tror Bengtsson att det kan få större betydelse. Hela börsen bygger på volym för att det ska gå bra, så den här strategin är den rätta, menar Bengtsson.

Thenberg har inte kontor i de övriga nordiska länderna men utesluter inte en expansion i framtiden då företaget själv är inne i en expansionsfas. Bengtsson säger att det redan idag är många normän, danskar och finländare som investerar även i svenska aktier. Däremot tror Bengtsson att det kommer att bli fler privatpersoner som investerar på den svenska börsen än tidigare. Bengtsson anser att institutionerna tidigare inte tittat på vilken lista bolaget ligger utan på själva bolaget. På frågan om han tror att chanserna att få in nordiskt riskkapital kommer att öka med den nya listindelningen svarar han att det är väl det som är syftet. Det borde vara lättare att få in investerare.

## 5.6 Intervju med Morgan Stanley

Magnus Kjellberg är 33 år och har studerat finansiering på Handelshögskolan i Stockholm och är nu chef för Morgan & Stanley's nordiska team. Vid intervjun närvarar även Tommi Unkuri och Daniel Perez som båda är 26 år. De är nyligen utexaminerade efter att ha studerat redovisning och finansiering vid Handelshögskolan i Stockholm och arbetar nu som analytiker i det nordiska teamet.

Morgan Stanleys huvudverksamhet är att agera som rådgivare vid olika transaktioner som t.ex. kapitalanskaffning. Vid en nyintroduktion vänder de sig vanligtvis till institutionella investerare, sedan får de svenska bankerna, som Morgan & Stanley samarbetar med, uppdraget att få ut andelar till småspararna, säger Kjellberg. Han menar dock att de har den styrkan att de inte behöver samarbeta med andra banker för att få ut aktierna men att bolagen ibland kräver det. Han säger vidare att de inte brukar ha någon i förväg uppsatt mall över andelen institutioner och utländska investerare, men att småspararna brukar efterfråga ungefär 10-15 % av storleken som erbjuds. Detta beror främst på vilken konsumentattraktion företaget har. Är det ett företag som konsumenten kan identifiera sig med och tycker om, då är efterfrågan bland småspararna större.

Kjellberg tror inte att strategin vid en nyintroduktion kommer att ändras i den inledande fasen då den nya listindelning främst kommer att påverka investerare i den mån som indexen ändras och blir bredare. Kjellberg menar dock att ett pannordiskt ägande vid en nyintroduktion kan påverka marginellt, då man ska prissätta aktien. Istället för att bara titta på andra svenska liknande noterade bolag tittar man också på liknande nordiska bolag. Kjellberg tror att nationalitet påverkar vid en nyintroduktion, att det finns s.k. informationsasymmetri mellan investerare inom ett företags land och investerarna utanför. Då indexen nu är en mix av de nordiska listorna tror Kjellberg att nationalitet kommer att påverka om man är indexinvesterar. Kjellberg tror avslutningsvis att eftersom den nya nordiska börsen har till syfte att ge ökad transparens och jämförbarhet mellan bolagen borde chanserna att få in nordiskt riskkapital på marginalen öka likviditeten.

## 5.7 Intervju med Kaupthing

Jonas Linderöth är 35 år och arbetar inom Investment Banking d.v.s. Corporate Finance på Kaupthing i Stockholm. Linderöth läste vid Lunds universitet.

Kaupthing huvudverksamhet är investment banking med fokus på företag som finns på Small och Mid Cap listorna. De har framförallt nordiskt fokus men även verksamhet i Storbritannien. Kaupthing erbjuder banktjänster såsom Corporate Finance och Corporate Banking. De har även private banking d.v.s. både aktiemäkleri och management i olika former. Handelsverksamhet finns bara på Island där deras huvudkontor ligger.

På frågan om banken vänder sig till privatpersoner utomlands uppger Linderöth att det alltid är lite mer komplicerat regelmässigt när kapital ska spridas utanför Sverige även om det har blivit mycket lättare med de nya prospekt direktiven. Tidigare var det svårare då man skulle registrera prospekten på de olika marknader som man skulle sprida det till, då man skulle sprida kapital till privatpersoner. I princip alla nyintroduktioner som görs i Sverige riktar sig enbart till privatpersoner i Sverige. Vid större introduktioner kan man även rikta sig till privatpersoner i USA.

Kaupthing har kontor i alla de nordiska länderna med motsvarande verksamhet som i Sverige. Även i Storbritannien har företaget verksamhet. Linderöth uppger att han inte tror att Kaupthing kommer att ändra sin strategi i och med den nya listindelningen. Han tror inte det har påverkat utan det som mest styr noteringen är snarare den prissättning man kan få vid noteringen. Linderöth tror inte att listindelningen i sig har någon betydelse vid en nyintroduktion.

Linderöth tror att det är fullt möjligt att det i framtiden skapar fördelar för företagen som noteras bl.a. bättre likviditet till följd av att det trots allt blir intresse för de nordiska bolagen i Sverige och vice versa. Man har redan före den nordiska börsen vänt sig till utländska institutioner vid nyintroduktioner, så det kommer troligtvis inte bli någon skillnad men med den nya listindelningen så är det kanske trots allt lite fler institutioner som tittar över gränserna. Linderöth tror att i och med att Sverige har varit den största marknaden i Norden så



är det en hel del av de övriga nordiska ländernas investerare som tittat på bolag i Sverige. Men däremot tror han att svenska institutioner i större utsträckning tittar på bolag utanför Sverige än tidigare. På frågan om vad det kommer att få för betydelse för företagen om man hade vänt sig till svenska respektive utländska investerare svarar Linderoth att det kan skapa bättre efterfrågan på nordiskt kapital.

Linderoth anser att chanserna att få in nordiskt riskkapital ökar i och med den nya listindelningen. Kaupthing har nyligen arbetat med en nyintroduktion och de tycker att det är helt uppenbart att det finns ett ökat intresse från de övriga nordiska länderna. Ökad insyn och transparens gör att det uppmärksammas mer.

## **5.8 Intervju med Mangold**

Per-Anders Tammerlöv är 33 år. Tammerlöv läste finansiell ekonomi på Stockholms Universitet och arbetar nu som VD för Mangold Fondkommission. Tammerlöv tackade nej till att bli inspelad under intervjun, därför baseras nedanstående information på vad som noterats vid telefonintervjun.

Mangold arbetar inom många områden, de har en Corporate Finance avdelning, en emissionsavdelning och även en avdelning där aktiehandel, market making, trading och kundhandel med fokus på rådgivning, sker. Mangold arbetar främst med små och medelstora företag som listas på First North och Small Cap listorna. Tammerlöv anser det vara svårt att hitta investerare som vill satsa pengar i små och medelstora företag. Mangold har dock en väl utarbetad kundbas som vill investera i den typ av företag som de arbetar med. Företaget siktar dock alltid på att ha en stor andel institutionellt ägande vid en nyintroduktion. Tammerlöv säger att Mangold inte har en i förväg uppsatt mall om hur stor andel av investerarna som ska vara institutionella, utländska, privatsparare o.s.v. De vill alltid ha en mix av dessa investerare för att på så sätt få större likviditet i aktien. Mangold brukar samarbeta med utländska investmentbanker som i sin tur får ut aktier till utländska investerare.

Tammerlöv hävdar att Mangold inte kommer att ändra sin strategi till följd av den nya listindelningen. Deras strategi vid en nyintroduktion beror på företagets storlek, på uppdraget och vid vilken tidpunkt introduktionen ska ske. Tammerlöv tror att de noterade företagen initialt kommer få svårt att orientera sig i det nya systemet samtidigt som det är positivt att kunna jämföras med andra nordiska företag. Vad det kommer få för betydelse för de nyintroducerade företagen, beroende på om man vänder sig till svenska eller nordiska investerare vid en nyintroduktion, har Tammerlöv svårt att se. Han menar att marknaden kommer att bli större men att den nordiska börsen måste bli ännu mer harmoniserad och färdigarbetad så att allt överensstämmer länderna emellan. Chanserna att få in nordiskt riskkapital till följd av den nordiska listan kommer att öka på så sätt att det blir lättare att handla i andra nordiska länder, menar Tammerlöv. Samtidigt tror han inte att det nordiska riskkapitalet kommer att öka till företagen p.g.a. den nya listan. Man måste fortfarande ha ett attraktivt bolag för att få in riskkapital. Svenskar och danskar är rätt lika, får man inte in riskkapital i Sverige kommer man troligtvis inte att få det i Danmark heller.

## 6. Analys

---

---

Kapitlet återger likheter och olikheter i empirin samt empirins koppling till valda teorier.

---

---

### 6.1 Frågeställningsidentifiering

Den nya nordiska listindelningen öppnar upp en större marknad för investerarna. Tre länders börser bildar en och antalet potentiella investerare ökar då storleken på marknaden ökar. En större börs och fler investerare kan skapa nya möjligheter för företag då de väljer att introduceras på börsen. Företag vill införskaffa riskkapital och nordiska investerare kanske får upp ögonen för kringliggande marknader. Frågan blir därför: ökar chanserna att få in nordiskt riskkapital då det nu har etablerats en nya nordisk börs?

### 6.2 Likheter och olikheter i empirin

Betydelsen av att ha bankkontor i de övriga nordiska länderna verkar inte vara av vikt för hur investmentbankerna sköter sina kunder och introduktioner. Av de åtta investmentbanker som intervjuades hade ungefär hälften bankkontor utanför Sveriges gränser, de som inte hade det, samarbetade med andra banker i och utanför de nordiska länderna för att få kontakt med investerare.

De intervjuade investmentbankerna är alla eniga om att man i förväg inte bestämt någon mall över ägarstrukturen vid nyintroduktioner. Andelen privatsparare, institutionella investerare och utländska investerare varierar istället beroende på företagets preferenser, dess storlek och när i tiden börsintroduceringen skall ske. De flesta respondenter uppger att företagen vill ha en spridd ägarbas d.v.s. en mix av både köpbenägna investerare och långsiktiga placerare för

att öka likviditeten i företagens aktier. Dock har de investmentbanker, som arbetar med bolag som introduceras på Large och Mid Cap, fokus främst på institutionella investerare. De menar att ca 5-15 % av aktiekapitalet säljs till småsparare. Utländska institutioner tar också del vid företagens nyintroduktioner. Investmentbankerna som arbetar med bolag som introduceras på Small Cap och/eller alternativa listor uppger att andelen småsparare är mycket högre, även om de också i första hand söker institutionella investerare. I dessa bolag är de utländska institutionernas ägande mindre. När investmentbanker riktar sig till småsparare är detta i princip bara till svenska småsparare, då det föreligger stora kostnader med att översätta och anpassa prospekten till andra länders regler och språk.

Ingen av de intervjuade investmentbankerna tror att deras strategi nu kommer att ändras för hur de tar ett företag till börsen. Det har redan tidigare varit en gemensam diskussion med företaget hur ägarstrukturen ska se ut i företaget.

Merparten av investmentbankerna som intervjuats tror att det finns betydelse av ett pannordiskt ägande i listade företag. Om investerarna på längre sikt ser Norden som en enda marknad och alla de nordiska och de baltiska länderna går ihop till en börs, så kan handeln i de nordiska länderna öka och skapa större volym på den nordiska börsen. Om intresset för nordiska aktier ökar i framtiden ökar likviditeten och en bättre efterfrågan kommer att skapas, under förutsättning att OMX uppsatta mål uppnås. Dock tror en del av de intervjuade respondenterna att betydelsen kommer att bli störst när det gäller andrahandsmarknaden, alltså inte vid själva introduktionen. Vissa av respondenterna är dock avvaktande och menar att investerare redan innan den nya nordiska börsen handlat över gränserna och att den nordiska börsen först kommer att få betydelse när vissa harmoniserings- och listningsproblem övervunnits.

De intervjuade investmentbankerna är relativt eniga om att chanserna att få in mer nordiskt riskkapital kommer att vara marginell. Det har inte tidigare varit problem att få riskkapital till företagen och kommer därför inte heller nu vara någon större skillnad. Några menar dock att chanserna kommer att öka marginellt till följd av ökad transparens, insyn och jämförbarhet mellan bolagen.

Den nya nordiska börsen kommer främst att påverka småspararna som kommer att få svårigheter att orientera sig i de nya listorna och indexen. Samtidigt tror flertalet av de intervjuade investmentbankerna att småspararna kommer att få bättre insyn i företagen. Att man som investerare lättare kommer att kunna jämföra bolagen trots olika nationaliteter och därför kan välja att investera i ett annat företag än om investerarna endast haft den inhemska listan att gå efter. De institutionella investerarna kommer inte att påverkas nämnvärt av den nya börsen då de redan är raffinerade och internationella i sina investeringar, hävdar investmentbankerna. De institutioner som främst kommer att påverkas av den nya nordiska börsen är de s.k. indexinvesterarna, då de tidigare nationella indexen försvunnit och ersatts med nya nordiska.

Om företag som ska nyintroduceras vill söka investerare utanför Sveriges gränser brukar investmentbankerna samarbeta med andra utländska investmentbanker som då sköter marknadsföring, distribution, försäljning o.s.v. till de utländska investerarna. Är investmentbanken en internationell aktör behövs detta inte, men ibland kräver företaget som ska introduceras att mer än en investmentbank sköter nyintroduktionen.

### **6.3 Koppling mellan empiri och teori**

Den nya nordiska listan bildades i början av oktober och är därmed ett nytt fenomen som inte tidigare observerats. Det har inte heller funnits några tidigare studier som genomförts med samma metod som denna studie. Uppsatsen har därför istället baserats på ett antal olika teorier inom området som är relevanta för studien. Nedan kopplas teorin ihop med resultaten av intervjuerna.

Inom Corporate Governance är strukturen på ägandet inom ett publikt företag viktig. Vid en nyintroduktion har, som tidigare nämnts, en eller flera investmentbanker hand om fördelningen av aktierna och därmed ägandet. Mello och Parsons (1998)<sup>61</sup> konstaterar liksom respondenterna att det är viktigt att få fram rätt mix av ägandet för att få en lagom likvid aktie och att höja företagets värde optimalt. Vilken ägarbas som väljs av företaget och

---

<sup>61</sup> Mello, A.S., Parsons, J.E., *Going public and the ownership structure of the firm* (1998).

investmentbanken är alltså av stor betydelse för företagens framtida värde. Enhetligt för alla intervjuerna var dessutom att de var överens om att de absolut största investerarna vid nyintroduktioner var institutionerna. Mellan 5–15 % av andelarna i de nyintroducerade företagen såldes till småsparare och resten till institutioner eller behölls av företagens tidigare ägare. Det gällde alla introduktioner oavsett vilken lista de skulle introduceras på. Andelen småsparare var dock större på de mindre listorna. Institutionerna ansågs vara de med störst kunskap och erfarenhet om marknaden och ansågs därför vara mest lämpade som delägare. Detta stämmer överens med Stoughton och Zechner (1998)<sup>62</sup> som i sin artikel konstaterar att de stora investerarna, dvs. institutionerna, bör ha förtur vid köp av aktier p.g.a. deras erfarenhet och kunnande.

Dahlquist och Robertsson (2001)<sup>63</sup> drog i sin studie slutsatsen att utländska ägare tenderar att investera i bolag med viss karaktär. Institutionella investerare jämfördes med svenska institutioner, vilket visade att dessa i högsta grad investerade i liknande bolag. Detta resultat stämmer väl överens med respondenternas svar. De menar att det institutionella investerandet inte kommer att påverkas nämnvärt av den nya listindelningen. Institutioner, oberoende om de är inhemska eller utländska, har alltså inte tidigare, innan den nordiska listindelningen, hindrats av landsgränser eller andra handelshinder. De utländska institutionella investerarna drog sig inte heller tidigare, om de varit intresserade av ett företag, för att investera i dessa. Utländska institutioner liksom svenska institutioner tenderar, enligt bl.a. Dahlquist och Robertsson, till att investera i stora, välkända bolag för att dessa är de som syns mest. De investmentbanker som huvudsakligen gjorde nyintroduktioner på de lite mindre listorna såsom nuvarande Small Cap och First North visade sig ha mindre utländskt ägande än de som investerade på de lite större listorna, vilket går i linje med tidigare forskning. Något som också framkom av den senast nämnda artikeln var att utländska investerare handlar mer frekvent än vad inhemska investerare gör. Detta skulle kräva en mer likvid marknad. Som flertalet av de intervjuade respondenterna nämnt så tror de att en av de positiva effekterna som den nordiska marknaden kan komma att medföra skulle vara just ökad likviditet.

---

<sup>62</sup> Stoughton, N.M., Zechner, J., *IPO-mechanisms, monitoring and ownership structure* (1998).

<sup>63</sup> Dahlquist, M. Robertsson, G., *Direct foreign ownership, institutional investors and firm characteristics* (2001).

Enligt intervjuerna skulle den största skillnaden av den nya nordiska listindelningen främst drabba småspararna. Men skillnaderna skulle i så fall först ses vid ett senare skede och skulle då vara marginella. Investmentbankerna är dock inte beredda att ta de kostnader och den tid som är förenade med att locka småsparare utanför Sveriges gränser i samband med nyintroduktioner. De menar också att om inga svenska småsparare är intresserade av att investera i ett bolag så är det högst troligt att småsparare i andra nordiska länder inte heller är det. Strong och Xu (2003)<sup>64</sup> konstaterade i sin artikel att även investmentbankerna visade en viss förkärlek till att investera i huvudsakligen inhemska aktier. Anledningen till detta framkommer ej av studien. Men som det framkommit av intervjuerna och som just nämnts verka detta stämma överens med denna studie. Anledningen skulle då vara tidsbrist och en pengafråga. Dessutom är det inte säkert att småsparare i de andra nordiska länderna skulle vara intresserade av att investera i svenska bolag ändå. Forskning visar, som tidigare tagits upp, att investerare har en förkärlek till att investera i inhemska aktier jämfört med utländska, s.k. "Home Bias". De visar dessutom en större entusiasm för inhemska bolag. Denna förkärlek och entusiasm skulle huvudsakligen vara grundad på informationsasymmetrier.<sup>65</sup>

Andra anledningar till "Home Bias" skulle vara det geografiska avståndet mellan investeraren och var investeringen sker, diverse transaktionskostnader samt kulturella skillnader.<sup>66 67</sup> Större utbud, billigare handel, lika information och lika förutsättningar i alla medlemsländerna har utlovats av OMX. Den nya nordiska listindelningen ska bidra till en stor nordisk handelsplats med lika villkor för alla medlemmar. Alla dessa mål är saker som enligt tidigare forskning skulle minska fenomenet "Home Bias" och öka den internationella handeln. Dock skulle kulturella skillnader, även om de nordiska länderna är lika på många sätt, som olika språk i de olika länderna kvarstå. OMX mål fungerar dock fortfarande inte som önskat och problemet med "Home Bias" kommer troligen att kvarstå.

---

<sup>64</sup> Strong, N., Xu, X., *Understanding the equity home bias: evidence from survey data* (May 2003).

<sup>65</sup> Dahlquist, M., Pinkowitz, L., Stulz, R.M., Williamson, R., *Corporate Governance and the Home Bias* (2002).

<sup>66</sup> Portes, R., Rey, H., *The determinants of cross-border equity flows* (Oct 2005).

<sup>67</sup> Babilis, S., Fitzgerald, V., *Risk Appetite, Home Bias and the Unstable Demand for Emerging Market Assets* (Oct 2005).

## 7. Slutsats

---

---

I kapitlet presenteras den slutsats som studien kommit fram till.

---

---

### 7.1 Slutsats

Den nya börsen ger företagen en möjlighet att bli sedda och uppmärksammade av ett större antal potentiella investerare, detta i sig talar för att chansen att få in nordiskt riskkapital ökar. Synligheten ökar för respektive företag som väljer att introduceras på den nordiska listan. Studien fann att det är viktigt med igenkännande för privatpersoner som väljer att investera på den nordiska börsen. Ett välkänt företag där investeraren känner igen produkterna ökar företagets chans att få in nordiskt riskkapital. Den nya listindelningen gör att ett företag syns i hela Norden. Detta skapar gratis marknadsföring för de företag som introduceras på den nordiska börsen, som i sin tur kan ge ökad chans till mer kapital i framtiden. Dock är det flera faktorer som spelar in som inte låter endast en större marknad vara avgörande i huruvida företagets chans att få in nordiskt riskkapital ökar.

Det är till stor del investmentbankerna som är delaktiga i processen att få in riskkapital vid nyintroduktioner. De ligger alltså bakom hur företagets ägarstruktur kommer att se ut efter introduktionen. Om den nya nordiska listindelningen kommer att gynna företagen att få in mer riskkapital beror till stor del på om investmentbankerna nu kommer att vända sig mer till investerare i de andra nordiska länderna än vad de tidigare gjort. Enligt studien så kommer investmentbankerna inte att ändra sina investeringsstrategier gällande nyintroduktioner, d.v.s. de kommer inte i större utsträckning än tidigare vända sig till danska och/eller finska investerare för att få in riskkapital. Investmentbankerna bidrar alltså i nuläget ej till ökad chans för företagen att få in nordiskt riskkapital.



Investmentbankerna vände sig redan innan den nordiska listindelningen till utländska investerare då dessa kom i fråga. Utländska investerare, d.v.s. utländska institutioner till största del, har inte tidigare hindrats att investera över gränserna och de intervjuade investmentbankerna menade att detta i framtiden inte heller kommer att ändras. De största ändringarna kommer troligtvis istället att ske för privatpersoner. Dock är detta något som studien fann kommer att ta tid. Man kommer inte att se några tydliga förändringar i det inledande skedet som den nordiska börsen kan anses befinna sig i. Det största hindret idag till varför nordiska privata investerare inte investerar i svenska bolag är informationsasymmetrier och med dagens regelverk så kommer dessa asymmetrier att fortsätta existera.

Idag finns inte ett enhetligt regelverk för hur ett prospekt skall se ut, de måste istället anpassas efter var lands regelverk. Att översätta ett prospekt till danska och/eller finska kostar pengar och tid som man får väga mot nytta. Studien har kommit fram till att detta är ett hinder som än så länge kommer att bestå och som utgör ett hinder för ökat inflöde av riskkapital från nordiska privatplaceringar till svenska företag som nyintroduceras. En möjlighet att övervinna problemet kan vara för EU att skapa mer enhetliga regler som gör det värt mödan för investmentbankerna att även vända sig till privatpersoner i övriga nordiska länder. Övervinns problemet skulle detta i framtiden leda till ett ökat inflöde av utländskt riskkapital i svenska bolag.

Privatpersoner i de övriga nordiska länderna kanske inte heller är intresserade av att investera i svenska bolag. Orsaken kan vara att kulturer i de nordiska länderna är snarlika, vilket gör att man inte uppnår samma diversifiering i sin portfölj som om man hade investerat i t.ex. ett sydeuropeiskt land med annorlunda kultur. Hittar man inte investerare i Sverige så finner man dem inte i Finland eller Danmark heller.

Ett annat problem som kan hindra ett ökat inflöde av nordiskt riskkapital är de mål som OMX satt upp inför det nordiska börssamarbetet som ännu ej har uppnåtts. Informationen till investerarna i de olika medlemsländerna är fortfarande inte lika. Svenskar har i nuläget tillgång till bättre information om svenska bolag än vad finska och danska investerare har. De olika skattereglerna och kravet på information till allmänheten är heller ännu inte harmoniserade. Språkskillnaderna och de olika valutorna är också ett problem.

Sammanfattningsvis kan sägas att den nordiska börsen inte kommer att öka möjligheten för svenska bolag att med hjälp av investmentbanker få in riskkapital vid nyintroduktioner.

Anledningen därtill beror huvudsakligen på följande:

- OMX problem att uppnå de mål som satts upp inför samgåendet.
- Institutionernas redan etablerade närvaro i såväl inhemska som utländska bolag.
- Investmentbankernas likgiltighet kring, som de anser, den nya listindelningens marginella inverkan på bolag vid nyintroduktioner.

Slutligen bör nämnas att dessa slutsatser är dragna utifrån dagens läge. Den nordiska börsen har i nuläget endast existerat i drygt tre månader och mycket kan hända och förbättras med tiden.

## **7.2 Förslag till vidare forskning**

Då den nya nordiska listindelningen nyligen börjat gälla så finns, som tidigare nämnts, inte mycket data tillgänglig. Uppsatsen har därför baserats på det data som hitintills publicerats. Eftersom börssamarbetet fortfarande befinner sig i ett inledande skede finns det möjligheter till vidare forskning inom området.

- Ett alternativ till vidare forskning är att genomföra samma undersökning fast vid ett senare tillfälle, när börssamarbetet varit igång ett tag och mer information finns tillgänglig. Man hade kunnat studera om OMX mål uppnåtts och om samarbetet, med lite perspektiv på händelsen, inneburit några förändringar för företagen när det gäller nyintroduktioner.
- Man hade även kunnat undersöka i vilken utsträckning den nordiska listindelningen har påverkat privatspararna. Finns det ett ökat intresse för nordiska aktier i de nordiska länderna sedan samarbetet inleddes?

- Ett annat tänkvärt perspektiv hade varit att undersöka om intresset för den nordiska listindelningen är lika stort/lika litet i Sverige som i Danmark och Finland. Har investmentbanker liknande tankar om börssamarbetet i de olika länderna? Sverige är trots allt den största marknaden av de tre och behöver kanske inte i samma utsträckning samarbeta med just de nordiska länderna.
- Dessutom finns alternativet att genomföra en liknande studie som denna men med en annan metod. Man hade t.ex. kunnat basera en undersökning på kvantitativ data om ägarstatistik före och efter den nordiska listindelningen. Har det utländska ägandet ändrats i nordiska bolag sedan den 2 oktober 2006? En förutsättning för denna typ av studie är att börssamarbetet varit igång ett tag och ägarstatistik finns tillgänglig.
- Möjlighet finns dessutom att utföra en liknande studie fast att intervjua andra respondenter. Man hade t.ex. kunnat ta reda på investerarnas syn på börsen eller företagets syn på ägandet.

## 8. Källförteckning

### 8.1 Publicerade källor

Babilis Sofia, Fitzgerald Valpy (Oct 2005) "Risk Appetite, Home Bias and the Unstable Demand for Emerging Market Assets", *International Review of Applied Economics*, Vol. 19, No. 4, s. 459-476.

Billing Anders, "Han basar för SUPERBÖRSEN" *Veckans affärer*, nr. 45/2004.

Bryman Alan, Bell Emma (2005) *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, Liber, översättning Björn Nilsson, s.138, 140-141, 369, 299-314, 374-375.

Burton Bruce, Helliar Christine, Power David (July 2004) "The Role of Corporate Governance in the IPO Process: a note", *Corporate Governance*, Vol. 12, No. 3, s. 353-360.

Choe Hyuk, Kho Bong-Chan, Stulz René M., (1999) "Do foreign investors destabilize stock markets? The Korean experience in 1997", *Journal of Financial Economics*, No. 54, s. 227-264.

Cooper Ian, Kaplanis Evi (1994) "Home Bias in Equity Portfolios, Inflation Hedging, and International Capital Market Equilibrium", *The Review of Financial Studies*, Vol. 7, No. 1, s. 45-60.

Dahlquist Magnus, Robertsson Göran, (2001) "Direct foreign ownership, institutional investors and firm characteristics", *Journal of Financial Economics*, No. 59, s. 413-440.

Dahlquist Magnus, Pinkowitz Lee, Stulz René M., Williamson Rohan (2002) "Corporate Governance and the Home Bias", *Stockholm Institute for Financial Research*, No. 11.

Eriksson Lars Torsten, Widersheim-Paul Finn (1997) *Att utreda forska och rapportera*, Liber, s. 38-39.

Froste Calle, "Nordens Ljus", *Affärsvärlden* nr. 5/2006, s. 18-21.

Gompers Paul A., Metrick Andrew (Feb 2001) "Institutional investors and equity prices", *Quarterly Journal of Economics*, s. 229-259.

Grinblatt Mark, Keloharju Matti (2000) "The investment behavior and performance of various investor types: a study of Finland's unique data set", *Journal of Financial Economics*, No. 55, s. 43-67.

Halvorsen Knut (1992) *Samhällsvetenskaplig metod*, Studentlitteratur, s. 41, 68, 82, 89.

Hart Oliver (1995) "Corporate Governance: Some theory and implications", *The Economic Journal*, Vol. 105, No. 430, s. 678-689.

Kang Jun-Koo, Stulz René M. (1997) "Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan", *Journal of Financial Economics*, No. 46, s. 3-28.

Kim Kenneth, Nofsinger John (2007) *Corporate Governance 2<sup>nd</sup> edition*, Upper Saddle River, N.J.:Pearson Prentice Hall, s. 1-8, 58-64.

"Leaders: Stock exchanges coming together" (20060318) *The Economist*, Vol. 378, s. 14.

Markowitz Harry M. (1991) "Foundations of Portfolio Theory", *The Journal of Finance*, Vol. 46, No. 2, s. 469-477.

Mello Antonio S., Parsons John E. (1998) "Going public and the ownership structure of the firm", *Journal of Financial Economics*, No. 49, s. 79-109.

Modén Karl-Markus, Oxelheim Lars (1995) "Why issue Equity abroad", s. 1ff.

Nordenström Philip, "Carnegie toppar noteringslistan" *Affärsvärlden*, nr. 39/2006, s. 40-45.

Portes Richard, Rey Héléne (Oct 2005) "The determinants of cross-border equity flows", *Journal of International Economics*, No. 65, s. 269-296.

Stoughton Neal M., Zechner Josef (1998) "IPO-mechanisms, monitoring and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, No. 49, s. 45-77.

Strong Norman, Xu Xinzhong (May 2003) "Understanding the equity home bias: evidence from survey data", *The Review of Economics and Statistics*, 85(2), s. 307-312.

Zingales Luigi (July 1995) "Insider ownership and the decision to go public", *The Review of Economic Studies*, Vol. 2, No. 3, s. 425-448.

## **8.2 Muntliga källor**

Bankman X, arbetar på bank Y. Telefonintervju 061212.

Bernin Magnus, arbetar på Enskilda. Telefonintervju 061208.

Bengtsson Tomas, arbetar på Thenberg Kinde. Telefonintervju 061212.

Hummel Daniel, arbetar på Swedbank. E-mail-intervju 061123.

Johannes Per och Sigfrid Annika, arbetar på Carnegie. Telefonintervju 061208.

Kjellberg Magnus, Perez Daniel och Unkuri Tommi, arbetar på Morgan Stanley.  
Telefonintervju 061212.

Linderoth Jonas, arbetar på Kaupthing Bank. Telefonintervju 061213.

Tammerlöv Per Anders, arbetar på Mangold. Telefonintervju 061213.

### **8.3 Elektroniska källor**

Carlbom Torbjörn, "Inga pengar till nya bolag" *Veckans Affärer*, nr. 44/2006.

[http://ekonominyheterna.se/va/magasin/2006/44/nya\\_bolag\\_utan\\_pengar/index.xml](http://ekonominyheterna.se/va/magasin/2006/44/nya_bolag_utan_pengar/index.xml),

2006-11-20

[www.euronext.com/editorial/wide/0,5371,1732\\_4427342,00.html](http://www.euronext.com/editorial/wide/0,5371,1732_4427342,00.html), 2006-12-04.

[www.nutek.se/sb/d/324](http://www.nutek.se/sb/d/324), 2006-12-04.

[www.omxgroup.com](http://www.omxgroup.com), Den nordiska börsen Q&A, pdf, 2006-11-20.

[www.omxgroup.com/nordicexchange/omhandeln/](http://www.omxgroup.com/nordicexchange/omhandeln/), 2006-11-20.

[www.omxgroup.com/omxcorp/omomx/visionochaffarsmodell/](http://www.omxgroup.com/omxcorp/omomx/visionochaffarsmodell/), 2006-12-04.

[www.omxgroup.se](http://www.omxgroup.se), "Strong inflow of new companies to OMX Nordic Exchange". press release 2006-12-01.

[www.riksbanken.se/templates/s##peech.aspx?id=1742](http://www.riksbanken.se/templates/s##peech.aspx?id=1742), 2006-12-04.

[http://www.vpc.se/files/VPCs\\_aktieagarstatistik\\_20060930.pdf](http://www.vpc.se/files/VPCs_aktieagarstatistik_20060930.pdf)  
VPC aktieägarstatistik 2006-11-28.

# Bilaga

## Intervjumall

- Namn, ålder, utbildning, nuvarande befattning på företaget?
- Vad är er huvudverksamhet inom företaget?
- Hur går det till vid nyintroduktioner?
- Hur hittar/tar kontakt med investerare?
- När ni gjort nyintroduktioner före den nya enhetliga nordiska börsen, har ni riktat er till särskild bas av investerare? T.ex. 50 % institutioner, 40% svenska småsparare, 10% utländska småsparare?
- Brukar ni samarbeta med utländska investmentbanker vid nyintroduktioner?
- Erbjuder ni utländska institutioner del vid nyintroduktioner?
- Har ni genomfört några nyintroduktioner sedan nya nordiska börsen startats?
- Har ni några nyintroduktioner på gång?
- Har ni planerat ändra er strategi angående nyintroduktioner?
- Tror ni att företagen kommer att erhålla fördelar av ett pannordiskt ägande vid en nyintroduktion?
- Har ni kontor i de övriga nordiska länderna? Kommer detta att påverka ert framtida arbete vid nyintroduktioner?
- Har ni de nya nordiska listindelningarna på er hemsida? Varför/varför inte?
- Går ni ut med någon särskild information angående den nya nordiska börsen till era kunder?
- Beroende på om ni vid nyintroduktioner vänder er till svenska, resp. nordiska investerare, vad kommer det att få för betydelse för det nyintroducerade företaget?
- Tror ni att chanserna att få in nordiskt riskkapital ökar med den nordiska börsen?
- Har ni några egna tankar och funderingar angående den nordiska listindelningen och nyintroduktioner?