



**LUNDS UNIVERSITET**  
Ekonomihögskolan

Lunds Universitet  
Företagsekonomiska institutionen  
31 maj 2011  
Examensarbete kandidatnivå  
FEKK01

# Lyckade börsintroduktioner

---

En studie av faktorer bakom lyckade börsintroduktioner  
på Svenska handelsplatser

Handledare: Mats Persson

Författare: Henrik Alwén  
Johan Rybäck  
Johan Sterner

## **Förord**

Börsintroduktioner är ett spännande område och det faktum att det är relativt ont om forskning har bidragit till vår starka vilja att undersöka börsintroduktioner på Svenska handelsplatser på 2000-talet. Vi hoppas att du efter att ha tagit del av denna studie dels har fått en ökad förståelse för hur en börsnotering går till samt vi genom våra slutsatser bidragit till att öka dina kunskaper inom företagsfinansiering.

Vi vill tacka vår handledare Mats Persson för sitt engagemang, sin vilja att diskutera olika frågor och för en kritisk granskning av vårt arbete.

Vi vill även tacka Nils Lundgren på NASDAQ OMX för hans stöd till oss i samband med informationsinsamlingen från NASDAQ OMX.

## Sammanfattning

---

Examensarbetets titel:	- En studie av faktorer bakom lyckade börsintroduktioner på svenska handelsplatser
Seminariedatum:	2011-06-03
Ämne/kurs:	FEKK01, Examensarbete kandidatnivå, 15 högskolepoäng
Författare	Henrik Alwén, Johan Rybäck och Johan Sterner
Handledare	Mats Persson
Fem nyckelord:	Börsintroduktion, nettoomsättningstillväxt, aktieutveckling, ålder och ägarstruktur
Syfte:	Syftet med denna studie är att undersöka faktorer bakom lyckade börsnoteringar mellan åren 2003 och 2007. Resultatet bestäms genom att mäta nettoomsättningstillväxt och aktiens utveckling gentemot index. Förhoppningen med detta är att hitta signifikanta samband mellan ett antal faktorer och lyckade börsintroduktioner.
Metod:	Först använder vi vår definition av en lyckad börsnotering för att bestämmer resultatet av börsnoteringar mellan åren 2003-2007. Sedan studerar vi likheter i de bolag som genomfört en lyckad börsnotering och därmed undersöka faktorer bakom lyckade börsnoteringar mellan åren 2003-2007.
Teoretiska perspektiv:	Teorin bygger på liknande studier inom området samt vedertagna företagsekonomiska teorier som, Earnings Management och IPO trender och analytikens roll vid en börsnotering.
Empiri	Baseras på den kvantitativa datainsamling och resultatet av vårt Wilcoxons test.
Resultat	Först ser vi en tendens till en generell underprestation för börsnoteringar mellan 2003 och 2007. Vår studie visar att avgörande faktorer för lyckade noteringar under denna period var ålder och ägarstruktur.

## Abstract

---

- Title:** A study of key determinants behind successful Initial Public Offerings on Swedish stock markets'
- Seminar date:** 2011-06-03
- Course:** FEKK01, Degree Project Undergraduate level, Business Administration, Undergraduate level, 15 University Credits Points (UPC) or ECTS-cr)
- Authors:** Henrik Alwén, Johan Rybäck and Johan Sterner
- Advisor:** Mats Persson
- Key words:** IPO, sales growth, stock performance, age and ownership structure.
- Purpose** The purpose with this study is to determinate the result of Initial Public Offerings. We will use a number of factors and our own expectations to find significant relationship between a few of this factors and successful Initial Public Offerings.
- Methodology:** We use our definition to determine the result of Initial Public Offerings during the years 2003-2007. Through a quantitative data collection and a Wilcoxon's sign rank test we can find similarities between successful Initial Public Offerings.
- Theoretical perspectives:** Primary the theory is based on previous studies. To get a better overview we will also use theories such as: Analysts' influence, Earnings Management and trends in Initial Public Offerings.
- Empirical foundation:** Will be based on a quantitative data collection that will set up our Wilcoxon sign rank test.
- Conclusions:** First of all we have found a tendency to a general under performance of Initial Public Offerings between 2003 and 2007. Then our result shows that key determinants for successful Initial Public Offerings are age and ownership structure.

## Definitioner:

Börsintroduktion	Företag som noteras på börsen <sup>1</sup>
Börs	Handelsplatser som är reglerade. I Sverige är det Stockholmsbörsen och NGM Equity <sup>2</sup>
Handelsplattform	Handelsplats som inte tvingas vara övervakad av oberoende part <sup>3</sup>
Handelsplats	Samlingsnamn för börs och handelsplattform <sup>4</sup>
Börsnoterade	Företag noterad vid en börs, alltså på NASDAQ OMX Stockholm eller NGM Equity <sup>5</sup>
Marknadsnoterade	Företag som är noterade men inte vid börsen utan vid övriga handelsplatser <sup>6</sup>
Noterade	”Noterade” används generellt på bland annat <a href="http://www.aktiespararna.se">www.aktiespararna.se</a> som ett gemensamt namn för börsnoteringar och marknadsnoterade aktier <sup>7</sup>
IPO	Första försäljningen av ett bolags aktier på en publik marknad <sup>8</sup>
Asymmetrisk information	Uppstår när alla parter inte har tillgång till lika mycket information. <sup>9</sup>

---

<sup>1</sup>Nationalencyklopedin(2011) *Börsintroduktion* <http://www.ne.se/lang/b%C3%B6rsintroduktion> Hämtad 2011-05-12

<sup>2</sup>Aktiespararna *Olika listor* <http://www.aktiespararna.se/lar-dig-mer/Grundskolor/Aktiekunskap/Olika-listor/> Hämtad 2011-05-12

<sup>3</sup>Aktiespararna *Börs eller lista? Håll koll på vad du handlar*

<http://www.aktiespararna.se/artiklar/Reportage/Bors-eller-lista-Hall-koll-pa-var-du-handlar/> Hämtad 2011-05-12

<sup>4</sup> Aktiespararna *Börs eller listor? Håll koll på vad du handlar*

<http://www.aktiespararna.se/artiklar/Reportage/Bors-eller-lista-Hall-koll-pa-var-du-handlar/> Hämtad 2011-05-12

<sup>5</sup> Aktiespararna *Olika listor* <http://www.aktiespararna.se/lar-dig-mer/Grundskolor/Aktiekunskap/Olika-listor/> Hämtad 2011-05-12

<sup>6</sup>Aktiespararna *Ordlisa* <http://www.aktiespararna.se/lar-dig-mer/Ordlisa/#N> Hämtad 2011-05-12

<sup>7</sup>Aktiespararna *Börs eller lista? Håll koll på vad du handlar*

<http://www.aktiespararna.se/artiklar/Reportage/Bors-eller-lista-Hall-koll-pa-var-du-handlar/> Hämtad 2011-05-12

<sup>8</sup> Entrepreneur Magazine, (2011), *Initial Public Offering*

<http://www.entrepreneur.com/encyclopedia/term/82272.html> Hämtad 2011-05-30

<sup>9</sup> Berk J & DeMarzo P,(2009),*Corporate Finance*, andra upplagan, Pearson Education, Boston,s. 533

Agentproblematiken	Problem som uppstår i samband med separation mellan ägarskap och kontroll i ett företag. Uppstår när ledningen sätter sitt eget intresse före aktieägarnas. <sup>10</sup>
Majoritetsägare	När en ägare äger mer än 50 % av de utestående aktierna.
Signifikant samband	Ett statistiskt säkerställt samband <sup>11</sup> .
NGM	Nordic Growth Market. <sup>12</sup>

---

<sup>10</sup> Berk, J. & DeMarzo, P. (2009), *Corporate Finance*, andra upplagan, Pearson Education, Boston, s.11

<sup>11</sup> Körner, S. & Wahlgren, L. (2006), *Statistisk Dataanalys*, Studentlitteratur, Lund, Upplaga 4:6 s.183

<sup>12</sup> Aktiespararna *Olika listor*, <http://www.aktiespararna.se/lar-dig-mer/Grundskolor/Aktiekunskap/Olika-listor/>  
Hämtad 2011-04-18

# Innehållsförteckning

<b>Del 1 – Inledning</b> .....	<b>10</b>
1.1 Bakgrund .....	10
1.2 Problemdiskussion.....	11
1.3 Problemformulering .....	13
1.3.1 Lyckad börsnotering.....	13
1.4 Syfte .....	14
1.5 Avgränsningar .....	14
1.6 Målgrupp .....	14
1.7 Studiens fortsatta disposition.....	15
<b>Del 2 - Metod</b> .....	<b>16</b>
2.1 Vetenskaplig utgångspunkt .....	16
2.2 Tidsperiod.....	16
2.3 Urval.....	16
2.4 Bortfall .....	17
2.5 Definition av lyckad börsintroduktion.....	17
2.6 IPO trender .....	17
2.7 Hypotesprövning .....	18
2.8 Wilcoxon test.....	18
2.9 Faktorer bakom en lyckad börsnotering .....	20
2.10 Begreppet nettoomsättningstillväxt .....	20
2.10.1 Beräkning nettoomsättningstillväxt innan noteringen .....	21
2.10.2 Beräkning av nettoomsättningstillväxt efter noteringen.....	21
2.11 Beräkning aktiekursutveckling .....	21
2.12 Index och att jämföra aktiekurs .....	22
2.13 Data .....	23
2.14 Valuta .....	23
2.15 Källkritik .....	24
2.15.1 Reliabilitet .....	24
2.15.2 Validitet .....	24
<b>Del 3 - Praktiskt referensram</b> .....	<b>25</b>
3.1 Att börsnotera ett företag.....	25
3.2 Anslutningskrav.....	26

3.2.1 NASDAQ OMX Stockholm – Stockholmsbörsen .....	26
3.2.3 Aktietorget.....	27
3.2.4 First North, .....	27
3.2.5 NGM Nordic MTF – Nordic MTF .....	28
3.3 Fördelar med börsnotering .....	28
3.4 Nackdelar börsnotering .....	29
3.5 Analytikernas roll vid en börsnotering .....	30
3.6 Earnings Management .....	31
<b>Del 4- Teoretiskt referensram .....</b>	<b>32</b>
4.1 Tidigare forskning .....	32
4.1.1 IPO trender .....	32
4.2 Liknande studier .....	34
4.2.1 Fama, E. & French, K. 2004.....	34
4.2.2 Jain, B. & Kini, O. 1994.....	34
4.2.3 Clark, D. 2002 .....	35
4.2.4 Astrachan, J. & McConaughy, D.2002.....	35
4.2.5 Pagano, M. Panetta, F. & Zingales, L. 1998.....	36
4.2.6 Yurtoglu, B. 2002 .....	36
4.2.7 Chen, Z. Cheung, Y-L. Stouraitis, A. & Wong, A. 2005 .....	37
4.2.8 Rose, C. 2007 .....	37
<b>Del 5 – Empiri.....</b>	<b>38</b>
5.1 Val av företag .....	38
5.2 IPO trender .....	40
5.3 Wilcoxons test .....	41
5.3.1 Storleken nettoomsättning .....	41
5.3.2 Ålder.....	43
5.3.3 Ägarstruktur.....	44
5.3.4 Styrelsesammansättning .....	46
<b>Del 6 – Analys .....</b>	<b>48</b>
6.1 Bortfall .....	48
6.2 IPO trender .....	48
6.3 Wilcoxons test .....	49
6.4 Storleken på nettoomsättningen .....	49



6.5 Ålder på bolaget .....	50
6.6 Ägarstruktur.....	51
6.7 Styrelsesammansättning .....	52
<b>Del 7 – Slutsats.....</b>	<b>54</b>
7.1 Slutsats .....	54
7.2 Förslag på vidare forskning.....	55
<b>Källförteckning.....</b>	<b>57</b>
Böcker .....	57
Vetenskapliga artiklar.....	57
Övriga tidsskrifter och publiceringar.....	58
Internetkällor .....	58
Telefonintervjuer .....	62
Årsredovisningar .....	63
Årsredovisningar 2002 .....	63
Årsredovisningar 2003 .....	63
Årsredovisning 2003/2004 .....	63
Årsredovisningar 2004 .....	63
Årsredovisning 2004/2005 .....	63
Årsredovisning 2005 .....	63
Årsredovisning 2005/2006 .....	64
Årsredovisning 2006/2007 .....	65
Årsredovisningar 2007 .....	65
Årsredovisningar 2007/2008 .....	66
Årsredovisningar 2008 .....	66
Årsredovisningar 2008/2009 .....	66
Årsredovisningar 2009 .....	66
Prospekt 2007 .....	67
Undersökta företags hemsidor.....	68
<b>Bilaga 1 .....</b>	<b>70</b>
<b>Bilaga 2.....</b>	<b>71</b>
<b>Bilaga 3.....</b>	<b>72</b>
<b>Bilaga 4.....</b>	<b>76</b>

## Del 1 – Inledning

---

*I denna del presenteras en kortfattad bakgrund och problemdiskussion kring börsintroduktioner. Vidare presenteras frågeställningen och vilka krav som måste uppfyllas för att en börsintroduktion skall anses som lyckad. Vi tar även upp vilka avgränsningar som gjorts.*

---

### 1.1 Bakgrund

Att spara i aktier är idag utbrett i Sverige och svensken tillhör en av de grupper som sparar mest i aktier i världen. I samband med att premiepensionsvalet inleddes, uppgav 80 % av svenskarna att de sparade direkt eller indirekt i aktier.<sup>13</sup> Stockholmsbörsen, som tidigare var den enda handelsplatsen i Sverige, grundades 1863 då Stockholms fondbörs öppnades<sup>14</sup>. Sedan dess har Stockholmsbörsen varit med i flertalet uppköp och förvärv, senast 2007 då den köptes upp av amerikanska NASDAQ.<sup>15</sup> Fram till 1993 rådde ett börsmonopol då Stockholmsbörsen var den enda aktören för börshandel<sup>16</sup>. Sedan monopolet upphört har en rad andra marknadsplatser uppstått och vid årsskiftet 2009–2010 fanns förutom Stockholmsbörsen även: Aktietorget, NGM, Burgundy och First North-listan.<sup>17</sup> Eftersom det idag finns flera marknadsplatser sker det förutom nya börsintroduktioner, även flertalet förflyttningar av noterade bolag mellan handelsplatserna<sup>18</sup>

Intresset för att genomföra en börsnotering har under de senaste decennierna ökat kraftigt bland svenska företag.<sup>19</sup> Under 1970-talet fanns runt 100 noterade företag på

---

<sup>13</sup> Nordea(2011) *Introduktion för blivande aktieägare*  
<http://www.nordea.se/Privat/Spara+och+placera/Verktyg+och+hj%C3%A4lpmedel/Introduktion+f%C3%B6r+blivande+aktie%C3%A4gare/203934.html> Hämtad 2011-05-23

<sup>14</sup> NASDAQ OMX Nordic(2011) *Om NASDAQ OMX*  
[http://www.nasdaqomxnordic.com/about\\_us?languageId=3](http://www.nasdaqomxnordic.com/about_us?languageId=3) Hämtad 2011-04-13

<sup>15</sup> NASDAQ OMX Nordic(2011) *Om NASDAQ OMX* [http://www.nasdaqomxnordic.com/about\\_us?languageId=3](http://www.nasdaqomxnordic.com/about_us?languageId=3)  
2011-04-13

<sup>16</sup> Riksbanken(2001) *Den svenska finansmarknaden 2000*  
<http://www.riksbank.se/upload/bilder/Finansmarknaden00.pdf> Hämtad 2011-04-13

<sup>17</sup> Riksbanken(2010) *Den svenska finansmarknaden 2010*  
[http://www.riksbank.se/upload/Dokument\\_riksbank/Kat\\_publicerat/Rapporter/2010/finansmarknaden\\_2010\\_sv.pdf](http://www.riksbank.se/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Rapporter/2010/finansmarknaden_2010_sv.pdf) Hämtad 2011-04-13

<sup>18</sup> NASDAQ OMX Nordic(2011) *Changes to the list*  
[http://nordic.nasdaqomxtrader.com/newsstatistics/corporateactions/Stockholm/Changes\\_to\\_the\\_List/](http://nordic.nasdaqomxtrader.com/newsstatistics/corporateactions/Stockholm/Changes_to_the_List/) Hämtad 2011-04-13

<sup>19</sup> Högholm, K. & Rydqvist, K. (1993), *The decision to go public: an empirical study of Swedish corporations*, Medelande från Svenska handelshögskolan 267, Helsingfors, s28

Stockholmsbörsen<sup>20</sup> och år 2009 hade antalet ökat till 522<sup>21</sup>. Ur ett globalt perspektiv har även antalet börsintroduktioner ökat, framförallt under 2000-talet, fram tills 2008<sup>22</sup> då effekten av den globala finanskrisen påverkade antalet börsnoteringar.

År 2000 var svenska staten inblandad i Europas tredje största börsintroduktion när statliga Telia börsintroduceras. En miljon svenskar köpte aktier i Telia<sup>23</sup> och svenska staten fick i och med detta in 62 miljarder, vilket motsvarade försäljning av 30 % av aktierna.<sup>24</sup> Tidpunkten för de nya aktieägarna kunde dock inte varit sämre. Samma år blev det väldigt turbulent på världens finansiella marknader och Telias aktie rasade i värde<sup>25</sup>. Detta visar på osäkerheten som är förenad med en börsnotering och också betydelsen av att tidpunkten är noga avvägd.

## 1.2 Problemdiskussion

Den vanligast förekommande anledningen till en börsnotering är att bolaget är i behov av kapital<sup>26</sup>. Detta för att exempelvis möjliggöra fortsatt finansiering, investering i nya projekt, expansion till nya marknader eller uppköp.<sup>27</sup> En annan vanlig orsak är att ägarna vill komma åt en likvid marknad för att kunna handla med sina aktier.<sup>28</sup> En rad forsknin har dock visat att företags lönsamhet generellt sjunker efter en börsnotering.<sup>29</sup> Trots detta lockar börsen fortfarande till sig nya bolag, och det finns studier som menar på att en börsintroduktion är en naturlig fas i bolagens utveckling. Det finns idag flertal stora bolag såsom IKEA och Tetra

---

<sup>20</sup> Högholm, K. & Rydqvist, K. (1993), *The decision to go public: an empirical study of Swedish corporations*, Medelände från Svenska handelshögskolan 267, Helsingfors ,s.28

<sup>21</sup> Riksbanken(2010) *Den svenska finansmarknaden 2010*

[http://www.riksbank.se/upload/Dokument\\_riksbank/Kat\\_publicerat/Rapporter/2010/finansmarknaden\\_2010\\_sv.pdf](http://www.riksbank.se/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Rapporter/2010/finansmarknaden_2010_sv.pdf) Hämtad 2011-04-13

<sup>22</sup> Ernst&Young(2010) *2010 Global IPO Update( January-November)*

[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global\\_IPO\\_update\\_Quartal\\_4-2010/\\$FILE/2010%20Year%20End%20Global%20IPO%20update.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global_IPO_update_Quartal_4-2010/$FILE/2010%20Year%20End%20Global%20IPO%20update.pdf) Hämtad 2011-05-11

<sup>23</sup> Tv8,(2009), *Telia börsintroduceras, en miljon svenskar köper "folkaktien"*

<http://www.tv8.se/blog/malmqvists-milstolpar/2009/11/11/62-telia-boersintroduceras-en-miljon-svenskar-koeper-folkaktie> Hämtad 2011-05-23

<sup>24</sup> Dagens Industri,(2005), *Rosengren ännu stolt över Teliafiaskot*

<http://di.se/Templates/Public/Pages/ArticlePrint.aspx?pl=64883> ArticlePageProvider Hämtad 2011-05-23

<sup>25</sup> Tv8, (2009), *Telia börsintroduceras, en miljon svenskar köper "folkaktien"*

<http://www.tv8.se/blog/malmqvists-milstolpar/2009/11/11/62-telia-boersintroduceras-en-miljon-svenskar-koeper-folkaktie> Hämtad 2011-05-23

<sup>26</sup> Röell, A. (1996), *The decision to go public an overview*, European Economic Review, Volym 40, Upplaga 3-5, s.1071-1081

<sup>27</sup> Röell, A. (1996), *The decision to go public an overview*, European Economic Review, Volym 40, Upplaga 3-5, s.1071-1081

<sup>28</sup> Dunbar, C. & Foerster, S. (2008), *Second time lucky? Withdraw ipo that return to the market*, Journal of Financial Economics, Volym 87, Upplaga 3,s.610-635

<sup>29</sup> Pagano, M. Panetta, F. & Zingales, L. (1998), *Why Do Companies Go Public?-An Empirical Analysis*, Journal of Finance, Volym 53, Upplaga 1,s.27-64

Pak som inte är börsnoterade, vilket tyder på att det finns underliggande faktorer bakom en börsintroduktion som är avgörande om bolaget ska börsintroduceras eller inte.<sup>30</sup>

Studier har visat att bolag underpresterar åren efter en börsnotering i jämförelse med prestationen innan noteringen. En förklaring till detta är att agentkostnaderna ökar vid en börsintroduktion, det vill säga att en intressekonflikt uppstår eller förvärras mellan bolagets ägare och företagsledningen. Det kan också uppstå en konflikt mellan nytilkomna ägare efter börsnoteringen och de gamla ägarna. En annan förklaring till underprestation är att bolag före en börsintroduktion justerar sina räkenskaper, vilket benämns *Earnings Management*, detta för att attrahera aktiemarknad och nya investerare. Risken med detta, är att investerarna får för höga förväntningar om bolaget som de sedan inte kan leva upp till. En tredje potentiell anledning till underprestation är att företagsledningen ofta väljer att notera bolaget under en period av stark tillväxt. Det kan få negativa konsekvenser om inte bolaget kan upprätthålla tillväxten efter noteringen.<sup>31</sup>

Vid en börsnotering finns det olika intressenter och därför varierar definitionen av en lyckad notering beroende på vilket perspektiv som används. I tidigare studier som vi har tagit del av finns det ingen gemensam definition av vad som är en lyckad börsintroduktion. År 2004 undersökte Fama och French i sin studie egenskaper hos nyintroducerade bolag. I sitt urval använde de främst två kriterier vilka var att bolaget skulle finnas kvar på börsen fem år efter introduktionen och att de inte skulle varit inblandat i varken uppköp, förvärv eller sammanslagning.<sup>32</sup>

Vad skiljer bolag som lyckas med en börsnotering mot bolag som misslyckas? Pagano et al. har visat att bolag med ett fåtal ägare har svårare att attrahera investerare än bolag med motsatt ägarstruktur<sup>33</sup>. Clark visade i sin studie att äldre bolag generellt presterar bättre efter en börsnotering än yngre bolag.<sup>34</sup>

---

<sup>30</sup> Pagano, M. Panetta, F. & Zingales, L. (1998), *Why Do Companies Go Public?-An Empirical Analysis*, Journal of Finance, Volym 53, Upplaga 1, s.27-64

<sup>31</sup> Jain, B. & Kini, O. (1994), *The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms*, Journal of Finance, Volym 49, Upplaga 5, s.1699-1726

<sup>32</sup> Fama, E. & French, K. (2004), *New list: Fundamentals and survival rates*, Journal of Financial Economics, Volym 73, Upplaga 2, s.229-269

<sup>34</sup> Clark, D. (2002), *A study of the Relationship Between Firm Age- at- IPO and the Aftermarket Stock Performance*, Financial Markets, Institutions & Instruments, Volym 11, Upplaga 4, s. 385-400

De studier som vi har tagit del av, har alla bidragit till vår definition av en lyckad börsintroduktion. Med hjälp av denna definition kan vi bestämma resultatet av en börsnotering och sedan undersöka vilka faktorer som varit avgörande mellan åren 2003-2007.

### **1.3 Problemformulering**

Vad var de avgörande faktorerna bakom lyckade börsnoteringar under åren 2003 till 2007 på handelsplatserna: NASDAQ OMX Stockholm, First North och AktieTorget?

#### **1.3.1 Lyckad börsnotering**

Genom att läsa prospekt för börsintroduktioner samt vedertagen och aktuell forskning inom området för börsintroduktioner har vi funnit ett antal vanligt förekommande argument till varför ett börsintroduceras. En del argument är svåra att följa upp och mäta, varför de inte är lämpliga som underlag i en kvantitativ studie. Exempel på ett sådant argument är: ett ökat intresse från investerare och aktiemarknaden, vilket är väldigt svårt att mäta.

En börsintroduktion ses av många företag som en strategi för att möjliggöra ökad tillväxt<sup>35</sup>. Tillväxt kan mätas till exempel genom att undersöka utvecklingen på bolagets nettoomsättning eller följa kursen på dess aktie efter noteringen. Tillväxt är ett svårdefinierat begrepp varför det finns fler nyckeltal eller indikatorer som kan användas. Lönsamhet, kassaflöde och rörelseresultat har vi valt att bortse från, men vi är medvetna om att dessa också kan användas för att ge en indikation på ett bolags tillväxt. Anledningen till att vi valt att utgå från nettoomsättning är att vi vill ha en indikator på bolagets tillväxt som inte inkluderar dess kostnader. Att sedan titta på bolagets aktie har för oss, samt i många liknande studier, varit självklart för att kunna bestämma och analysera resultatet av en börsnotering.

---

<sup>35</sup> Röell, A. (1996), *The decision to go public an overview*, European Economic Review, Volym 40, Upplaga 3-5, s.1071-1081

## **1.4 Syfte**

Syftet med denna studie är att undersöka faktorer bakom lyckade börsnoteringar mellan åren 2003 -2007. Resultatet av en börsnotering bestäms genom att mäta nettoomsättningstillväxt och aktiens utveckling gentemot index. Förhoppningen är att hitta signifikanta samband mellan ett antal faktorer och lyckade börsintroduktioner.

## **1.5 Avgränsningar**

Bolagen vi undersöker kommer ifrån NASDAQ OMX Stockholm, First North och Aktietorget. Vi kommer inte att undersöka börsnoteringar i andra länder än Sverige, detta för att undersökningen inte skall bli för omfattande.

När vi jämför bolagens nettoomsättning och utvecklingen av aktiekursen kommer vi att använda nettoomsättning och aktiepris i nominella termer.

När det gäller aktietillväxten kommer vi att jämföra denna tre år efter introduktionen, medan vi val att jämföra nettoomsättningstillväxten två år före och efter introduktionen.

En börsnotering innebär, i ordets rätta mening, en notering vid en börs. Vi har dock valt att kalla alla noteringar, oavsett handelsplats, för en börsnotering. Vi har vidare, av språklig orsak, valt att variera mellan att använda begreppen börsintroduktion och börsnotering. Även om begreppet är olika så har de samma innebörd och det har således ingen betydelse vilket av dem som används. På samma sätt varierar vi mellan att använda begreppen företag och bolag och dessa har också löpande i studien precis samma innebörd.

## **1.6 Målgrupp**

Målgruppen för denna studie är studenter som slutfört grundkursen i företagsekonomi samt nationalekonomi eller person med motsvarande kunskap. Viss förkunskap i företagsekonomi, statistik och en förståelse för vedertagen terminologi inom ämnena underlättar för den som tar del av uppsatsen.

## 1.7 Studiens fortsatta disposition

I **metod** presenteras hur arbetet kommer att fortgå. Vi presenterar hur vi kommer bearbeta vårt empiriska material och introducerar Wilcoxons test för läsaren, vilket ligger till grund för vår analys. Vi förklarar även hur vi genomfört våra beräkningar.

I den **praktiska referensramen** ger vi läsaren en bredare förståelse kring börsintroduktioner. Vi tar upp vad som krävs för bli noterad samt vilka för- och nackdelar som finns. Sedan förklarar vi analytikerns roll och hur bolag kan använda sig av Earnings Management.

I den **teoretiska referensramen** presenteras de teorier som vi använder oss av inklusive tidigare forskning på området, som kommer ligga till grund för analysen. Läsaren får först en allmän inblick i de cykliska trenderna kring börsnoteringar och sedan presenteras djupare studier som är kopplade till de faktorer som används i Wilcoxons test.

I **empirin** presenterar vårt empiriska arbete. Vi visar här utfallet av vår urvalsprocess när det gäller företagen i vår studie. Vidare får läsaren ta del av data som vi får fram om IPO-trender samt det utfall vi fått efter att ha genomfört Wilcoxons test.

I **analysen** analyserar vi det som vi hittills har fått fram genom att knyta samman den teoretiska och praktiska referensramen med vårt empiriska material

I **slutsatsen** sammanfattar vi tidigare analysdel och presenterar de slutsatser som vi kommit fram till. Slutligen ges även våra förslag på vidare forskning.

## Del 2 - Metod

---

*I denna del presenteras hur arbetet kommer att fortgå. Vi presenterar hur vi kommer bearbeta vårt empiriska material och introducerar Wilcoxon's test för läsaren, vilket kommer ligga till grund för vår analys. Vi förklarar även hur vi genomfört väsentliga beräkningar.*

---

### 2.1 Vetenskaplig utgångspunkt

Vår studie är kvantitativ eftersom vi med hjälp av ett Wilcoxon test genomför statistiska beräkningar för att kunna bestämma resultatet av samtliga börsnoteringar vid utvalda handelsplatser mellan åren 2003 och 2007. Wilcoxon test bygger på en deduktiv forskningsansats där vi med hjälp av vår egen definition bestämmer resultatet av en börsnotering. Sedan studerar vi likheter och skillnader i de bolag som genomfört en lyckad börsnotering för att hitta faktorer avgörande för en börsnotering mellan åren 2003-2007.

### 2.2 Tidsperiod

Valet av tidsperioden mellan åren 2003 till 2007 beror på ett antal faktorer. Först och främst behöver vi ett antal år mellan tidpunkten för börsnoteringen och vår studie för att vår definition av en lyckad börsintroduktion ska kunna tillämpas. Som vi tidigare nämnt påverkas resultatet också av externa faktorer som rådande börsklimat och investerares förväntningar och genom att titta på mer än ett år minimerar vi risken att detta ska få stor inverkan på vårt resultat. Vidare så var åren mellan 2003 och 2007 år då relativt många noteringar genomfördes jämfört med åren innan och efter.<sup>36</sup>

### 2.3 Urval

Vi har valt att titta på noteringar från marknadsplatserna: NASDAQ OMX Stockholm, Aktietorget och First North. För att ett bolag ska vara relevant i vår undersökning måste de uppfylla följande kriterier.

---

<sup>36</sup> Nasdaq OMX Nordic(2011) *Noteringar* <http://www.nasdaqomxnordic.com/Nyheter/noteringar/> Hämtad 2011-04-13



- Vi använder delar av Fama och French kriterium från år 2004 vilket innebär att bolaget inte har gått i konkurs, blivit uppköpt, av noterat eller inblandat i sammanslagning.
- Noteringar som är listbyten exkluderas.
- Noteringar som genomförts med anledning av aktieutdelning eller spinoff exkluderas.
- Företag med brutet räkenskapsår har exkluderats.
- Vi exkluderar investmentbolag från vår undersökning då många av dessa företags räkenskaper visat sig innehålla bristande information. Även bolag som inte redovisat någon försäljning under perioden exkluderas.
- Bolag där vi inte kan finna årsredovisningar eller där inte tillräcklig information finns offentlig kommer att exkluderas.

## **2.4 Bortfall**

Vi redovisar i den empiriska delen bortfallet efter att ha tillämpad vårt kriterium i punkten 2.3 *Urval*. I vår analys diskuterar vi sedan bortfallet och undersöker om antalet är rimligt genom att jämföra med studier vi tagit del av.

## **2.5 Definition av lyckad börsintroduktion**

Förutom att klara våra kriterier i punkt 2.3 *urval*, ska något av nedstående kriterier uppfyllas för att en börsnotering ska anses som lyckad

- Utvecklingen på aktiekursen efter noteringen ska vara bättre än index vid sista handelsdagen tredje året efter noteringen.
- Bolagets genomsnittliga nettoomsättningstillväxt ska vara högre efter noteringen än innan noteringen.

## **2.6 IPO trender**

Vi vet att både interna och externa faktorer påverkar resultatet av en börsnotering varför vi inte kan koncentrera vår studie enbart till interna faktorer. Vi undersöker därför om det finns en korrelation mellan utvecklingen på börserna och andelen börsnoteringar på årsbasis. Därför

jämför vi index för OMX Stockholm med antalet börsnoteringar på handelsplatserna Aktietorget, NASDAQ OMX Stockholm, First North, NGM och MTF mellan åren 2000-2010. Anledningen att vi väljer fler år än fyra är för att vi anser att fyra år är en för kort tidsperiod att göra en rimlig bedömning.

## 2.7 Hypotesprövning

För att kunna hitta avgörande faktorer för de bolag som lyckats med sin börsnotering kommer vi att utgå utifrån 13 parametrar som vi återkommer till i punkt 2.9 *Påverkande faktorer*.

De hypoteser som vi kommer att använda oss av är  $H_0$  och  $H_1$ .

$H_0$  innebär att vi inte kan påvisa att det finns en signifikant skillnad mellan de olika utfallen.

$H_1$  innebär att vi kan påvisa att det finns en signifikant skillnad mellan de olika utfallen.

Wilcoxons test ger oss information om vi kan förkasta  $H_0$  eller inte. Storleken på p-värdet visar om vi kan förkasta  $H_0$  och med vilken sannolikhet vi finner ett signifikant samband. De olika p-värdena förklaras nedan:<sup>37</sup>

$P < 0,001$ . Innebär att vi med 99,9 % säkerhet kan påvisa skillnad mellan utfallen

$P < 0,01$ . Innebär att vi med 99 % säkerhet kan påvisa skillnad mellan utfallen

$P < 0,05$ . Innebär att vi med 95 % säkerhet kan påvisa skillnad mellan utfallen

I denna studie kommer vi att förkasta  $H_0$  om p-värdet är mindre än 0,05. Vi använder oss alltså av en 95 procentig signifikansnivå. Om P-värdet är större eller lika med 0,05 men mindre än 0,1 så anser vi att det finns en tendens till samband men att vi kan inte säkerställa resultatet.

## 2.8 Wilcoxon test

Vår empiriska undersökning är utförd med Wilcoxons teckentrangtest. Detta test används för att med parvisa observationer avgöra om vi kan förkasta  $H_0$ . Med parvis observation menas att två värden jämförs med varandra. Som exempel: Om vi tar tittar i *Tabell 1* och ser närmare på

---

<sup>37</sup> Körner, S. & Wahlgren, L. (2006), *Statistisk Dataanalys*, Studentlitteratur, Lund, Upplaga 4:6 s.208

Netjobs Group AB var aktieutvecklingen -0,82 och indexutvecklingen -0,54, detta ger en differens på -0,28. Fördelen med att använda ett rangtest istället för vanligt t-test är att det kvantitativa materialet inte behöver vara normalfördelat.<sup>38</sup> Detta test tar inte endast hänsyn till om utvecklingen inom varje par varit positiv eller negativ, utan tar även hänsyn till storleken på utvecklingen<sup>39</sup>

Beräkning av Wilcoxon's test görs i Excel med hjälp av tilläggsprogrammet Winstat. Testet resulterar i ett p-värde som ligger till grund för huruvida  $H_0$  kan förkastas eller inte.

Nedan följer ett exempel där vi jämfört aktieutvecklingen mot index i de företag som hade en majoritetsägare vid börsnoteringen. Vi exemplifierar även hur resultatet av Wilcoxon's test kan tolkas.

Företag	Aktieutveckling	Index	Differens	Tecken	Rangtal
Netjobs Group AB	-82%	-54%	-0,28	-	1
Novus Group AB	-65%	-22%	-0,43	-	2
Hakon Invest AB	16%	-33%	0,48	+	3
Melker Schörling AB	21%	-54%	0,75	+	4
Avega AB	28%	-48%	0,75	+	5
SJR in Scandinavia AB	56%	-48%	1,04	+	6
Swedol AB	82%	-54%	1,36	+	7
Bahnhof AB	196%	-22%	2,18	+	8

Tabell 1. Beskrivning av Wilcoxon's test

Vid ett Wilcoxon rang test rankas företagen efter förändringen mellan de två variablerna, som i detta fall är aktiekursen och indexkursen, detta visas i Tabell 1. Denna ranking görs utan att ta hänsyn till om resultatet är ett negativt eller positivt tal. Vi har i detta fall två fall där aktiekursen utvecklats sämre än index och övriga sex där utvecklingen varit bättre än index. I rang-sum adderas rangtalen ihop för att på så sätt se spridningen mellan de olika utfallen och på så sätt kunna fastställa en eventuell signifikans.

Wilcoxon-Test	Ägare med >50%	
	Aktieutveckling Index	Aktie
Differences	N	Rank-Sum
Negative	2	3
Positive	6	33
Zero	0	
		<b>P</b>
		0,0356919

Tablå 20. Visar hur en aktieägare med >50% påverkar aktietillväxten

Resultatet som vi får med hjälp av WinStat visas i Tablå 20. Av detta kan vi utläsa ett p-värde som är 0,0357 vilket är mindre än 0,05 och vi kan på så vis förkasta  $H_0$  vilket innebär att det finns en signifikant skillnad och vi kan bekräfta att om det finns en majoritetsägare vid börsnoteringen så har den större sannolikheten att lyckas vilket betyder att det var en avgörande faktor för resultatet av börsnoteringen.

<sup>38</sup>Körner, S. & Wahlgren, L. (2006), *Statistisk Dataanalys*, Studentlitteratur, Lund, Upplaga 4:6,s.337

<sup>39</sup>Körner, S. & Wahlgren, L. (2006), *Statistisk Dataanalys*, Studentlitteratur, Lund, Upplaga 4:6,s.347

## 2.9 Faktorer bakom en lyckad börsnotering

De faktorerna bakom en börsintroduktion som vi kommer undersöka är följande:

- Storleken på nettoomsättningen
  - Bolag med nettoomsättning större än 0,5 miljarder.
  - Bolag med nettoomsättning mindre än 0,5 miljarder.
- Ålder på bolaget
  - Bolag som var yngre än tio år vid noteringen.
  - Bolag äldre än tio år vid noteringen.
  - Bolag äldre än tjugo år vid noteringen.
- Ägarstruktur
  - Bolag med en ägare med minst 20 % av totala antalet röster vid bolagsstämman.
  - Bolag som inte har någon ägare med minst 20 % av totala antalet röster vid bolagsstämman.
  - Bolag som hade minst två ägare med minst 20 % av totala antalet röster vid bolagsstämman.
  - Bolag som har en ägare som har en majoritetsägare.
- Styrelsesammansättning
  - Bolag som vid introduktionen inte hade en enda kvinna i styrelsen.
  - Bolag som vid introduktionen hade en kvinna i styrelsen.
  - Bolag som vid introduktionen hade en styrelse där minst en tredjedel var kvinnor.

## 2.10 Begreppet nettoomsättningstillväxt

För att kunna jämföra nettoomsättningen två år innan mot två år efter börsnoteringen har vi valt att använda ett genomsnitt av nettoomsättningstillväxten.

### 2.10.1 Beräkning nettoomsättningstillväxt innan noteringen

För att beräkna den genomsnittliga nettoomsättningstillväxten innan introduktionen använder vi följande formel:

$$\frac{\frac{\text{Nettoomsättning (år -1)} - \text{Nettoomsättning (år -2)}}{\text{Nettoomsättning (år -2)}} + \frac{\text{Nettoomsättning (år 0)} - \text{Nettoomsättning (år -1)}}{\text{Nettoomsättning (år -1)}}}{2} = \text{Genomsnittlig nettoomsättningstillväxt}$$

### 2.10.2 Beräkning av nettoomsättningstillväxt efter noteringen

För beräkning av genomsnittlig nettoomsättningstillväxt efter noteringen använder vi följande formel:

$$\frac{\frac{\text{Nettoomsättning (år 2)} - \text{Nettoomsättning (år 1)}}{\text{Nettoomsättning (år 1)}} + \frac{\text{Nettoomsättning (år 1)} - \text{Nettoomsättning (år 0)}}{\text{Nettoomsättning (år 0)}}}{2} = \text{Genomsnittlig nettoomsättningstillväxt}$$

Efter att vi har beräknat genomsnittlig nettoomsättningstillväxt innan respektive efter noteringen, jämför vi dessa mot varandra för att se om den är högre eller lägre efter noteringen.

I den fortsatta studien använder vi begreppen ”positiv nettoomsättningstillväxt” om nettoomsättningstillväxten är högre efter börsnoteringen än innan och ”negativ nettoomsättningstillväxt” om nettoomsättningen är lägre.

## 2.11 Beräkning aktiekursutveckling

För att kunna jämföra bolagens aktiekurs mot index utgår vi från det justerade aktievärdet som finns tillgängligt på respektive marknadsplats aktiedata. Justerat aktievärde innebär att aktiekursen är justerad för utdelning, emission, och splitt<sup>40</sup>.

För att kunna se hur aktiekursen har utvecklats, beräknar vi först justerad noteringskurs. Detta gör vi enligt följande:

$$\frac{\text{Justrad aktiekurs}}{\text{Icke justerad aktiekurs}} \times \text{Noteringskurs} = \text{Justerad noteringskurs}$$

<sup>40</sup> Telefonintervju med Per Hödberg, NASDAX OMX Stockholm, 2011-05-23

För att sedan kunna avgöra hur aktien utvecklats har vi tagit aktiekursen slutdagen av det tredje året efter introduktionen (exempel: företag som noteras under 2006 och jämfört med dess aktiekurs sista handelsdag 2009). Aktietillväxten beräknas:

$$\frac{\text{Aktiekurs-Justerad noteringskurs}}{\text{Justerad noteringskurs}} = \text{Aktietillväxt i \%}$$

När vi sedan använder oss av Wilcoxons test jämför vi denna aktietillväxt med index för handelsplatsen bolaget är noterat vid.

## 2.12 Index och att jämföra aktiekurs

För att få fram ett användbart index för varje bolag i vår studie och för den perioden vi undersöker det vill säga från sista handelsdag det året företaget noteras (år noll) till sista handelsdag tredje året efter noteringsåret (år tre). För att beräkna index använder vi oss av följande formel:

$$\frac{\text{Index tredje året} - \text{Index Noteringsåret}}{\text{Index noteringsåret}} = \text{Indextillväxt (index)}$$

Indextillväxten är alltså det index från sista handelsdagen noteringsåret till sista handelsdagen tredje året efter noteringen.

När det gäller val av index har vi valt

- För Stockholmsbörsen **OMX Stockholm PI**, vilken är index för alla aktier noterade på Stockholmsbörsen. PI (*Price index*) innebär att utdelningen inte är återinvesterad och visar på så sätt endast utvecklingen på aktien. Vi har även valt att ta justerat index, vilket är justerat för splitt, omvänd splitt och emissioner<sup>41</sup>.
- Aktietorget **AT index** för samtliga aktier noterade på Aktietorget. Detta index är justerat som ovanstående.<sup>42</sup>
- First North **First North All-Share SEK**. Detta index är justerat som ovanstående.<sup>43</sup>

---

<sup>41</sup> NASDAQ OMX, *Information kring index*.  
[https://indexes.nasdaqomx.com/docs/Methodology\\_NASDAQ\\_OMX\\_and\\_Oslo\\_Bors\\_Equity\\_Indexes.pdf](https://indexes.nasdaqomx.com/docs/Methodology_NASDAQ_OMX_and_Oslo_Bors_Equity_Indexes.pdf)  
Hämtad 2011-05-23

<sup>42</sup> Telefonintervju med *Viktor Hemgren*, AktieTorget, 2011-05-23

<sup>43</sup> Telefonintervju med *Per Hödberg*, NASDAX OMX Stockholm, 2011-05-23

Eftersom vi har en stor spridning bland företagen när det gäller bransch och storlek har vi valt att ta det generella indexet för respektive marknadsplats. I vår studie använder vi begreppen ”bättre aktieutveckling än index” och ”sämre aktieutveckling än index” för att benämna varje bolags aktieutveckling.

### **2.13 Data**

Vi använder oss enbart av sekundärdata i vår studie. Dessa data hämtar vi från årsredovisningar, prospekt och memorandum som vi funnit via bolagens hemsidor samt via webbplatsen Retriever.<sup>44</sup> Vi har dessutom hämtat data från respektive handelsplats hemsida. Vi anser att dessa data är tillförlitlig eftersom bolagen har en skyldighet att gentemot aktieägare tillhandahålla riktig information via sin årsredovisning som dessutom granskas av en auktoriserad revisor. Retriever är en betaltjänst och nordens ledande aktör av mediebevakning och företagsinformation via Internet<sup>45</sup> och av oss ansedd som mycket tillförlitlig. För att kontrollera information från Retriever har vi gjort stickprov på en del bolag där vi jämfört de av Retriever publicerade siffrorna med de i bolagens årsredovisningar. Vi fann i samtliga stickprov att siffrorna överensstämde.

Ambition är att undersöka aktuella noteringar och för att kunna genomföra en realistisk kvantitativ studie använder vi oss av ett så långt tidsperspektiv som möjligt. När denna studie inleddes hade ännu inte alla bolag offentliggjort sina årsredovisningar för 2010, vilket betyder att nettoomsättningen är okänd. Däremot finns aktiedata för 2010. Det är anledningen till att vi mäter nettoomsättningstillväxten under två år och aktiekursen under tre år.

### **2.14 Valuta**

I de fall som det framkommer annan valuta än SEK kommer vi att använda riksbankens årsgenomsnitt för valutakurser<sup>46</sup>. På så vis kan vi gå tillbaka i tiden och se historiska valutakurser. Vi kommer se på medelvärdet för årsgenomsnittet och inte på enskilda dagar.

---

<sup>44</sup> Retriever *Retriever* <http://www.retriever.se/> Hämtad 2011-05-26

<sup>45</sup> Retriever *Om retriever* <https://www.retriever-info.com/se/om-retriever.html> Hämtad 2011-05-26

<sup>46</sup> Riksbankens (2011) *Årsgenomsnitt (ackumulerat) på valutakurser*.  
<http://www.riksbank.se/templates/stat.aspx?id=16749> Hämtad 2011-05-23

## 2.15 Källkritik

### 2.15.1 Reliabilitet

Vid insamlandet av data har vi varit noggranna med att materialet kommer från trovärdiga källor. Detta för att vår studie inte ska bli missvisande eller innehålla felaktig data och påståenden. De artiklar vi använt är alla publicerade i samhällsvetenskapliga journaler och skrivna av personer med dokumenterat mycket goda kunskaper i ämnet.

Det kvantitativa materialet som vi har samlat in består av information främst från årsredovisningar och prospekt. Årsredovisningen upprättas av företagsledningen och granskas och godkänns av bolagets revisor. Styrelsen och företagets VD är ansvariga för att årsredovisningen är förenad med god redovisningssed och att inget av väsentlig innebörd är utelämnat som kan påverka bilden av bolaget.<sup>47</sup> Börserna där de olika bolagen är noterade är enligt Finansinspektionen skyldiga att övervaka bolagen och ser till att samtliga följer de regler som finns kring att offentliggöra finansiell information. Finansinspektionen övervakar i sin tur börserna.<sup>48</sup> Slutligen följs börsbolagen av analytiker som granskar bolagens finansiella rapporter. Detta gör att vi bedömer trovärdigheten på det insamlade materialet som högt. När vi har uppmärksammat tveksamheter, har vi varit extra vaksamma och om vi funnit det nödvändigt valt att exkludera bolaget.

### 2.15.2 Validitet

Wilcoxons teckenrangetest är ett statistiskt verktyg för att hitta parvisa observationer.

Modellen har med gott resultat använts i tidigare studier med avsikt att undersöka liknande samband. De faktorer som vi använder för att urskilja bolagen i vår studie är baserad på data som är enkla att finna, framförallt ur bolagens årsredovisningar. I de bolag vi inte funnit tillräcklig eller tillförlitlig information har vi valt att exkluderat bolaget. Underlaget för de faktorer vi använt för att urskilja bolagen är hämtade från tidigare studier med liknande syfte varför vi kan vara säkra på att såväl teori som Wilcoxons teckenrangetest är beprövade och relevanta för vår studie.

---

<sup>47</sup> Aktiespararna *Nya regler för bolagsstyrning* <http://www.aktiespararna.se/artiklar/Reportage/Juridikskolan-del-3/> 2011-05-26

<sup>48</sup> Finansinspektionen(2011) *Börsinformation* <http://www.fi.se/Regler/Borsbolag/Borsinformation/> Hämtad 2011-05-26



## Del 3 - Praktiskt referensram

---

*I denna del ger vi läsaren en bredare förståelse kring börsintroduktioner. Vi tar upp vad som krävs för bli noterad och vilka för- och nackdelar en notering innebär. Vidare förklaras analytikerns roll och hur bolag kan använda sig av Earnings Management.*

---

### 3.1 Att börsnotera ett företag

Efter att ett beslut har fattats om att börsintroducera ett bolag inleds vanligtvis samarbete med en finansiell partner, en så kallad *underwriter*. Tillsammans måste de fatta ett antal viktiga beslut till exempel vilken typ av aktier som ska ges ut. Ett företag kan antingen ge ut nya aktier och då är introduktionen primär eller så erbjuds aktiemarknaden att köpa redan existerande aktier och då är introduktionen sekundär.<sup>49</sup> I en sekundär introduktion säljer existerande ägare alltså av delar av sina tillgångar och minskar därmed sitt aktieinnehav efter börsintroduktionen.

En börsintroduktion kännetecknas ofta av en stor grad av osäkerhet.<sup>50</sup> Den finansiella partnern arbetar för att minska denna osäkerhet. Detta genom att bistå ledningen i det introducerade företaget, som ofta helt saknar erfarenhet av en introduktion, med råd<sup>51</sup>. Vidare ansvarar den finansiella partnern för att marknadsföra bolaget inför potentiella investerare. Den finansiella partnern bestämmer slutligen prissättningen på de aktier som bjuds ut till marknaden.<sup>52</sup>

Den finansiella partnern kan använda sig av ett antal olika auktionsmetoder. *Underwriting* betyder att de aktier som ges ut och inte handlas av marknaden köps av den finansiella partnern vilket betyder att introduktionen garanterat fulltecknas. *Best-effort* betyder i sin tur att eventuellt icke handlade aktier inte täcks och att introduktionen därför riskerar att inte fulltecknas.<sup>53</sup> Under 2000-talet har en tredje metod utvecklats som kallas för *Auction IPOs*<sup>54</sup> då den finansiella partnern på förhand inte själva bestämmer ett pris på aktien utan överlåter

---

<sup>49</sup>Berk, J. & DeMarzo, P. (2009), *Corporate Finance*, andra upplagan, Pearson Education, Boston, s.777

<sup>50</sup> Daily, C. & Certo, T. (2005), *Investment bankers and IPO pricing: does prospectus information matter?*, Journal of Business Venturing, Volym 20, Upplaga 1, s. 93-111

<sup>51</sup> Daily, C. & Certo, T. (2005), *Investment bankers and IPO pricing: does prospectus information matter?*, Journal of Business Venturing, Volym 20, Upplaga 1, s. 93-111

<sup>52</sup> Daily, C. & Certo, T. (2005), *Investment bankers and IPO pricing: does prospectus information matter?*, Journal of Business Venturing, Volym 20, Upplaga 1, s. 93-111

<sup>53</sup> Kim, Nofsinger & Mohr, (2009), *Corporate Governance*, Tredje upplagan, Pearson Education, New Jersey, s.60

<sup>54</sup>Berk, J. & DeMarzo, P. (2009), *Corporate Finance*, andra upplagan, Pearson Education, Boston, s.778

detta till marknaden genom att stegvis auktionera ut bolaget. *Bookbuilding* är kanske den vanligaste formen av denna auktionsmetod. Ny forskning har visat att denna auktionsmetod minskar risken för under- och överprissättning vid en börsnotering.<sup>55</sup>

På marknaden finns det väldigt många företag som vill notera sig men det är mindre än en procent som faktiskt gör det.<sup>56</sup> Det är ofta en förutsättning att den finansiella partnern anser att risken är acceptabelt för att noteringen ska kunna genomföras. Bli ett bolag ratat av den finansiella partnern är det svårt att attrahera kapital själv, då ett ratat bolag uppfattas som en allt för riskfylld investering. Av de noterade bolagen i USA under 1986-1995 var det endast en procent som avnoterades vilket visar på investmentbankernas förmåga att bedöma ett bolags möjligheter att lyckas på börsen.<sup>57</sup>

### 3.2 Anslutningskrav

Som tidigare nämnts finns det flera olika handelsplatser för aktier och värdepapper i Sverige. Det finns både reglerade och oreglerade handelsplatser. Nedan följer en beskrivning av vardera och vi börjar med de två reglerade handelsplatserna: NASDAQ OMX Stockholm samt NGM Equity. Sedan ser vi närmare på de oreglerade handelsplatserna, Aktietorget, First North och NGM Nordic MTF.

**3.2.1 NASDAQ OMX Stockholm – Stockholmsbörsen,** är en del av NASDAQ OMX Nordic, vilket är ett samarbete mellan börserna i de nordiska länderna<sup>58</sup>. För att få noteras vid Stockholmsbörsen krävs bland annat att en av börsen utsedd revisor granskar företaget för att se om det anses lämpligt för att vara noterat. Om företaget har förmåga att klara en introduktion och ledningen anses vara lämpad för att sköta företaget, godkänns introduktionen<sup>59</sup>. Kravet är även att 25 % av aktiekapitalet skall finnas i allmän ägo<sup>60</sup>

---

<sup>55</sup> Capital Market(2004) *The Book Building Mechanism of IPOs*, <http://220.227.161.86/11142p198-206aug04.pdf> Hämtad 2011-05-11

<sup>56</sup> Kim, Nofsinger & Mohr,(2009), *Corporate Governance*, Tredje upplagan, Pearson Education, New Jersey, s.62

<sup>57</sup> Kim, Nofsinger & Mohr,(2009), *Corporate Governance*, Tredje upplagan, Pearson Education, New Jersey, s.63

<sup>58</sup> NASDAQ OMX Nordic(2011) *Notering av aktier i Stockholm*, <http://www.nasdaqomx.com/listingcenter/nordicmarket/equities/stockholm/> Hämtad 2011-04-18

<sup>59</sup> NASDAQ OMX Nordic(2011) *Notering av aktier i Stockholm*, <http://www.nasdaqomx.com/listingcenter/nordicmarket/equities/stockholm/> Hämtad 2011-04-18

<sup>60</sup> Swedbank *Mer om börslistor*, [http://www.swedbank.se/privat/spara-och-placera/aktier/lar-dig-allt-om-aktiehandel/aktieskola/sa-har-laser-du-borslistor/index.htm?contentid=OID\\_518053\\_SV](http://www.swedbank.se/privat/spara-och-placera/aktier/lar-dig-allt-om-aktiehandel/aktieskola/sa-har-laser-du-borslistor/index.htm?contentid=OID_518053_SV) Hämtad 2011-04-18

**3.2.2 NGM Equity – NGM börsen** är den del av NGM som är reglerad av Finansinspektionen och vänder sig primärt till små och medelstora företag<sup>61</sup>. Då det endast finns två börser på den svenska marknaden, så får NGM anses som en konkurrent till Stockholmsbörsen. Kraven för att noteras är liknande de som finns för att noteras på Stockholmsbörsen. Skillnaden är dock att det är något mindre krav på NGM sett till antalet aktieägare som måste vara minst 300, och spridning på aktien, där 10 % av aktiekapitalet måste vara i allmän ägo.<sup>62 63</sup>

**3.2.3 Aktietorget** är en marknadsplats som är inriktade på att bistå utvecklingsbara företag med möjligheten att skaffa kapital genom aktiehandel<sup>64</sup>. Kraven som Aktietorget har på de företag som vill att dess aktier kan handlas vid denna marknadsplats är bland annat att företaget har goda framtidsmöjligheter, vilket Aktietorget styrelse avgör. Det krävs även att minst tio procent av aktiekapitalet är i allmän ägo och fördelat på minst 200 aktieägare.

**3.2.4 First North**, som är en del av NASDAQ OMX vänder sig till mindre tillväxtföretag som efterfrågar finansmarknadens fördelar, men som inte är färdig för att noteras på börsen<sup>65</sup>. De inträdeskrav som First North ställer är bland annat att de kan garantera ett tillräckligt utbud och efterfrågan genom tillräckligt antal aktieägare och att minst tio procent av dess aktiekapital är i allmänt ägande<sup>66</sup>. Det krävs även att företaget publicerar en företagsbeskrivning eller prospekt och att de har en *Certified Advisor*, vilka är listade av First North<sup>67 68</sup>.

---

<sup>61</sup> Aktiespararna *Olika listor*, <http://www.aktiespararna.se/lar-dig-mer/Grundskolor/Aktiekunskap/Olika-listor/> Hämtad 2011-04-18

<sup>62</sup> Aktiespararna *Olika listor*, <http://www.aktiespararna.se/lar-dig-mer/Grundskolor/Aktiekunskap/Olika-listor/> Hämtad 2011-04-18

<sup>63</sup> Swedbank *Mer om börslistor*, [http://www.swedbank.se/privat/spara-och-placera/aktier/lar-dig-allt-om-aktiehandel/aktieskola/sa-har-laser-du-borslistor/index.htm?contentid=OID\\_518053\\_SV](http://www.swedbank.se/privat/spara-och-placera/aktier/lar-dig-allt-om-aktiehandel/aktieskola/sa-har-laser-du-borslistor/index.htm?contentid=OID_518053_SV) Hämtad 2011-04-18

<sup>64</sup> AktieTorget *Om AktieTorget och AktieTorget Service*, <http://www.aktietorget.se/AboutGeneral.aspx> Hämtad 2011-04-18

<sup>65</sup> NASDAQ OMX Nordic(2011) *NASDAQ OMX NORDIC* <http://www.nasdaqomx.com/listingcenter/nordicmarket/> Hämtad 2011-04-18

<sup>66</sup> NASDAQ OMX Nordic(2011) *Hur gör man för att lista bolaget?* <http://www.nasdaqomx.com/listingcenter/firstnorth/> Hämtad 2011-04-18

<sup>67</sup> NASDAQ OMX Nordic(2011) *Hur gör man för att lista bolaget?* <http://www.nasdaqomx.com/listingcenter/firstnorth/> Hämtad 2011-04-18

<sup>68</sup> NASDAQ OMX Nordic(2011) *List of Certified Advisers* <http://www.nasdaqomx.com/listingcenter/firstnorth/certifiedadvisers/> Hämtad 2011-04-18

**3.2.5 NGM Nordic MTF – Nordic MTF** är en plattform för små och medelstora företag som ännu inte uppfyller kraven för att noteras vid NGM-börsen. Aktierna som finns med på Nordic MTF handlas inom NGM börsens system, men är onoterade. Listningskraven vid Nordic MTF är bland annat att företaget skall ”*ha tillräckligt många aktieägare för att det ska finnas förutsättningar för ändamålsenlig handel*”<sup>69</sup> i övrigt gäller det att minst tio procent av aktierna finns i allmän ägo.

### 3.3 Fördelar med börsnotering

Det finns flera orsaker till att ägarna väljer att notera sitt bolag, och flera faktorer är avgörande för resultatet av noteringen.<sup>70</sup> Den vanligaste orsaken till att bolagen notera sig är att få tillgång till kapital och därmed en bättre likviditet. Det nya kapitalet kan användas för fortsatt expansion och till nya investeringar, framtida förvärv eller till att minska belåningsgraden.<sup>71</sup>

En annan fördel med en börsnotering är det underlättar kapitalanskaffningen. Det är enklare för ett börsbolag att ordna nyemissioner och det har större chans att få lån till goda villkor än vad onoterade bolag har.<sup>72</sup>

I vår genomgång av prospekt framgår det att en av anledningarna till varför ett bolag noteras är att det stärka deras anseende. Ransley visade, i en studie från 1984, att detta var den näst vanligaste orsaken till en börsintroduktion. Rydqvist och Högholm (1995) menar däremot att stärkt anseende inte är ett vanligt förekommande argument till att bolag börsnoteras.<sup>73</sup> Bolag som är noterade på börsen lever under sträng övervakning vilket skapar förtroende och underlättar relationerna med kunder och leverantörer vid affärsuppgörelser.

Noterade bolag använder sig av lånefinansiering i större utsträckning än onoterade bolag, eftersom de har större chans att av långivarna beviljas lån. Eftersom ägarna till bolagen kan sprida sina placeringar och därmed riskerna, är noterade bolag bättre på att bära risker och

---

<sup>69</sup> Nordic Growth Market(2011) *Listning på Nordic MTF(oreglerad marknad)* <http://www.nordicmtf.se/> se Nordic MFT- bolag, sedan listningskrav. Hämtad 2011-04-18

<sup>70</sup> Pagano, M. Panetta, F. & Zingales, L. (1998), *Why Do Companies Go Public?-An Empirical Analysis*, Journal of Finance, Volym 53, Upplaga 1, s.27-64

<sup>71</sup> Röell, A. (1996), *The decision to go public an overview*, European Economic Review, Volym 40, Upplaga 3-5, s.1071-1081

<sup>72</sup> Pörssiäitiö Börsstiftelsen(2009) *Börsnoteringar som konkurrensfördel* <http://www.pörssiäitiö.fi/sv/artiklar/borsnotering-som-konkurrensfordel> Hämtad 2001-04-18

<sup>73</sup> Röell, A. (1996), *The decision to go public an overview*, European Economic Review, Volym 40, Upplaga 3-5, s.1071-1081

klaras generellt av en högre skuldsättningsgrad. Detta gör att noterade bolag snabbare kan reagera på marknaden svängningar och göra investeringar, då tillgången på finansiering är mer flexibel än för onoterade bolag.<sup>74</sup>

### 3.4 Nackdelar börsnotering

Att notera ett bolag innebär inte bara fördelar utan det finns givetvis även nackdelar. Framförallt är det väldigt kostsamt med en börsintroduktion. I genomsnitt kostar en börsnotering sju procent av det totala kapitalet som tas in.<sup>75</sup>

Vid en börsnotering ökar risken för informationssymmetri. Detta eftersom de befintliga ägarna och företagsledningen har erfarenhet och kännedom om företaget och dess bransch, vilket potentiella investerare saknar.<sup>76</sup> Detta kan påverka priset på aktierna negativt, och för att ägarna ska kunna sälja sina aktier måste de underprissätta dessa. Detta för att kompensera för den asymmetriska informationen som uppstått. Studier har visat att det ofta finns väldigt lite information om bolaget innan börsintroduktionen, vilket leder till att investerare blir tvungna att förlita sig enbart på informationen i de prospekt som ges ut.<sup>77</sup> För att undvika att aktiekursen sjunker brukar bolag som ska ge ut nya aktier vänta tills risken för asymmetrisk information är så låg som möjligt. Detta gör att de flesta emissionserbjudande kommer efter att finansiella rapporter har släppts.<sup>78</sup>

När ett bolag väljer att gå från onoterat till noterat, innebär det att det ställs helt andra krav på att bolaget måste redovisa finansiell och övrig kurspåverkande information.<sup>79</sup> Det kan vara kostnader för forskning och utveckling, framtida marknadsföringskampanjer och investeringar. Detta gör att ett noterat bolag tappar konkurrensfördelar jämfört med ett onoterat bolag som inte har samma krav på transparens och insyn.<sup>80</sup> Dessutom kan en

---

<sup>74</sup> Pörssisäätiö Börsstiftelsen(2009) *Börsnoteringar som konkurrensfördel* <http://www.porssisaatio.fi/sv/artiklar/borsnotering-som-konkurrensfordel> Hämtad 2001-04-18

<sup>75</sup> Pörssisäätiö Börsstiftelsen(2009) *Börsnoteringar som konkurrensfördel* <http://www.porssisaatio.fi/sv/artiklar/borsnotering-som-konkurrensfordel> Hämtad 2001-04-18

<sup>76</sup> Pagano, M. Panetta, F. & Zingales, L. (1998), *Why Do Companies Go Public?-An Empirical Analysis*, Journal of Finance, Volym 53, Upplaga 1, s.27-64

<sup>77</sup> Pagano, M. Panetta, F. & Zingales, L. (1998), *Why Do Companies Go Public?-An Empirical Analysis*, Journal of Finance, Volym 53, Upplaga 1, s.27-64

<sup>78</sup> Berk, J. & DeMarzo, P. (2009), *Corporate Finance*, andra upplagan, Pearson Education, Boston, s. 538

<sup>79</sup> Finansinspektionen(2011) *Börsinformation* <http://www.fi.se/Regler/Borsbolag/Borsinformation/> Hämtad 2011-05-26

<sup>80</sup> Berk, J. & DeMarzo, P. (2009), *Corporate Finance*, andra upplagan, Pearson Education, Boston, s. 538

börsnotering innebära att de gamla ägarna förlorar kontrollen över företaget eftersom nya aktieägare ges ökat inflytande<sup>81</sup>.

Slutligen exponeras alla börsnoterade företag för en viss marknadsrisk<sup>82</sup>. Denna innefattar bland annat den politiska situationen, ränteläge och inflation. Denna marknadsrisk behöver inte vara negativ men leder till att ett bolag ofta exponeras för ökad risk i samband med en börsnotering.<sup>83</sup>

### **3.5 Analytikernas roll vid en börsnotering**

Forskning har visat att analytikerna spelar stor roll för aktiekursens utveckling. Stickel (1995) och Womack (1996) har visat att det fanns ett samband mellan analytikernas köp- eller säljrekommendation och aktiekursens utveckling samma dag. Liknande resultat fick Barber et al. (2001) då de kunde bevisa att det var lönsamt för investerare att följa analytikernas råd. Motsatta resultat fick Chan et al. (2003) som kunde påvisa att analytiker generellt är för optimistiska vad gäller bolagens tillväxthastighet och framtida vinster.<sup>84</sup>

Analytiker kan bland annat jobba för oberoende företag, ratingbolag och investmentbank. På investmentbankerna är avdelningarna analys och *Corporate Finance* avskilda för att det inte ska uppstå en intressekonflikt. Konflikten som kan uppstå är när den ena avdelning hjälper ett företag vid en börsintroduktion samtidigt som den andra kritisk skall granska samma företag. Skulle analytikern publicera en negativ rekommendation om en aktie, finns risken att noteringen inte blir fulltecknad.<sup>85</sup>

1986 hade färre än 30 % av de nyintroducerade bolagen en analytiker som kontinuerligt följde bolagen men år 2000 var motsvarande siffra 90 %. Under denna period studerade Das et al. sambandet mellan nyintroducerade bolag och analytikernas förmåga att ge en korrekt prognos om framtiden under tre års tid. Som grund för sin undersökning studerades 4082 nyintroduktioner. Studien genomfördes genom att bolagen delades upp i tre portföljer, beroende på hur intensiv bevakningen av aktien var. Det Das et al. kom fram till var att bolag

---

<sup>81</sup> Röell, A. (1996), *The decision to go public an overview*, European Economic Review, Volym 40, Upplaga 3-5, s.1071-1081

<sup>82</sup> Sparekonomen.se *Marknadsrisk* <http://www.sparekonomen.se/fonder/ordlista/marknadsrisk/> Hämtad 2011-05-24

<sup>83</sup> Sparekonomen.se *Marknadsrisk* <http://www.sparekonomen.se/fonder/ordlista/marknadsrisk/> Hämtad 2011-05-24

<sup>84</sup> Das, Guo & Zhang,(2006),*Analysts's Selective Coverage and Subsequent Performance of Newly Public Firms*, Journal of Finance, Volym 61, Upplaga 3, s.1159-1185

<sup>85</sup> Kim, Nofsinger & Mohr,(2009), *Corporate Governance*, Tredje upplagan, Pearson Education, New Jersey,s.70

med hög bevakning av analytikerna presterade bättre än bolag med låg bevakning, och att investerade därmed kunde dra nytta av analytikernas råd.<sup>86</sup>

### 3.6 Earnings Management

*Earnings Management* handlar om att redovisa företagets räkenskaper på ett fördelaktigt sätt. Anledningen till att ett företag använder *Earnings Management* varierar. Ett exempel är incitamentsprogram såsom bonusar som ofta är knutna till bolagets prestation, där företagsledningen kan höja sin egen ersättning genom att använda *Earnings Management*.<sup>87</sup> En annan anledning är att företaget vill visa upp bättre siffror vilket kan leda till lägre ränta vid ett banklån.<sup>88</sup>

För att skydda exempelvis investerare mot *Earnings Management* har det införts hårdare regleringar. År 2002 upprättades Sarbanes-Oxley akten i USA, som bland annat förbjuder samma bolag att både agera som rådgivare och revisorer till samma klient.<sup>89</sup> Detta för att garantera revisorernas oberoende.

Vid studier av *Earnings Management* har Wong et al. kommit fram till att det finns ett samband mellan *Earnings Management* och bolags underpresterande efter en introduktion. Att bolagen förbättrar sina siffror inför en börsintroduktion gör det är enklare att attrahera investerare. Wong et al. påvisade en negativ korrelation mellan användandet av *Earnings Management* i samband med noteringen, och bolagets prestation efter noteringen.<sup>90</sup>

---

<sup>86</sup> Das, Guo & Zhang,(2006),*Analysts's Selective Coverage and Subsequent Performance of Newly Public Firms*, Journal of Finance, Volym 61, Upplaga 3, s.1159-1185

<sup>87</sup> Kim, Nofsinger & Mohr,(2009), *Corporate Governance*, Tredje upplagan, Pearson Education, New Jersey,s.34

<sup>88</sup> Kim, Nofsinger & Mohr,(2009), *Corporate Governance*, Tredje upplagan, Pearson Education, New Jersey,s.35

<sup>89</sup> Kim, Nofsinger & Mohr,(2009), *Corporate Governance*, Tredje upplagan, Pearson Education, New Jersey, s.38

<sup>90</sup> Wong, T.J. Teoh, S.H. & Welch, I. (1998),*Earnings Management and the long-Run Market Performance of Initial Public Offerings*, Journal of Finance, Volym 53, Upplaga 6,

## Del 4- Teoretiskt referensram

---

*I denna del presenteras de teorierna som vi använder oss av. Läsaren får först en allmän inblick i de cykliska trenderna kring börsnoteringar och sedan sammanfattas tidigare studier som är utgångspunkten för de faktorer som studerats bakom lyckade börsnoteringar.*

---

### 4.1 Tidigare forskning

Vad som är avgörande för beslutet att börsintroducera ett företag är ett av de minst studerade områdena inom företagsfinansiering.<sup>91</sup> Dessutom kan det vara svårt att avgöra ett fåtal faktorer som direkt avgör resultatet av en börsintroduktion, eftersom det varierar från ett företag till ett annat.

#### 4.1.1 IPO trender

Antalet börsintroduktioner varierar mellan åren framförallt eftersom aktiemarknaden är cyklisk och investerares benägenhet att tillskjuta kapital i en börsnotering tenderar att påverkas av humöret på aktiemarknaden. Mellan åren 2000 och 2003 så föll investeringarna i börsintroduktioner med 75 %. Investerare har en förmåga att föredra att investera i bolag när optimismen på börsen är hög och undvika att investera när optimismen är lägre, även om tillgången till kapital finns.<sup>92</sup>

---

<sup>91</sup> Röell, A. (1996), *The decision to go public an overview*, European Economic Review, Volym 40, Upplaga 3-5, s.1071-1081

<sup>92</sup> Ernst&Young(2009) *Shifting landscape-Are you ready?*  
[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global\\_IPO\\_trends\\_report\\_2009/\\$FILE/Global\\_IPO\\_trends\\_report\\_2009%20.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global_IPO_trends_report_2009/$FILE/Global_IPO_trends_report_2009%20.pdf) Hämtad 2011-04-13



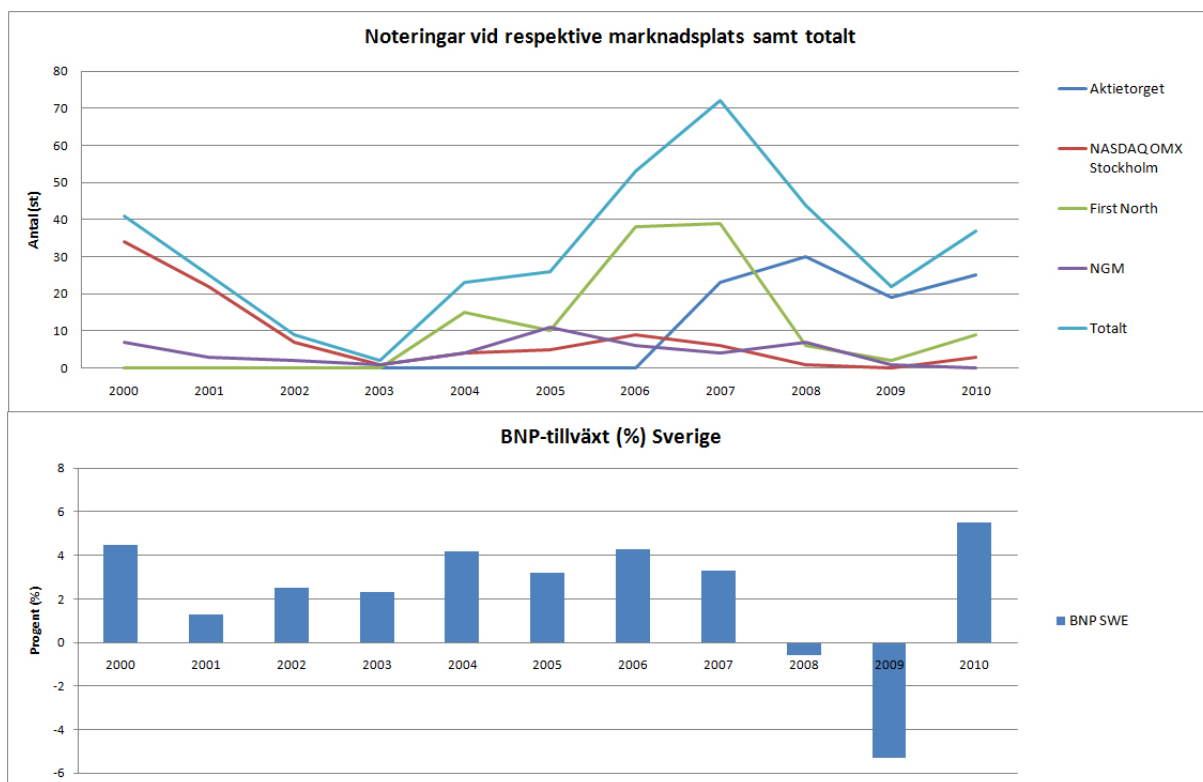


Diagram 1<sup>93</sup> och 2<sup>94</sup>. Visar antalet noteringar per år och BNP-tillväxten i Sverige

Diagram 1 och 2 visar antalet börsintroduktioner samt Sveriges BNP-förändring under 2000-talet. Revisions- och konsultbolaget Ernst & Young menar att aktiemarknadens investeringsvilja påverkas av aktuellt börs klimat. Fama och French har i en studie funnit ett liknande samband mellan utbud av riskkapital och andelen börsintroduktioner. De menar att tillgången på riskkapital är hög då konjunkturen är god och aktiemarknaden genererar god avkastning. Andelen lyckade börsintroduktioner är dock relativt oberoende av tillgången på riskkapital.<sup>95</sup>

<sup>93</sup> Se bilaga 2

<sup>94</sup> Konjunktursinstitutet(2011) *Statistik för konjunkturläget- prognosen i siffror* <http://www.konj.se/1162.html?overviewid=5.3ebb718712ed6075a6780003668> Se BNP I valda länder. Hämtad 2011-05-18

<sup>95</sup>Fama, E. & French, K. (2004), *New lists: Fundamentals and survival rates*, Journal of Financial Economics, Volym 73, Upplaga 2, s. 229- 269

## 4.2 Liknande studier

### 4.2.1 Fama, E. & French, K. 2004

Journal of Financial Economics Vol.73 No.2

*New lists: Fundamentals and survival rates*

Fama och French undersökte egenskaper hos nyintroducerade företag i USA mellan åren 1973-1979 och 1980-2001 och hur dessa påverkade bolagens prestation efter noteringen. Generellt visar deras studie att börsnoterade företagens egenskaper varierar under tiden för studien. De ser en tendens att fler bolag noteras när det råder ett positivt börs klimat och utbudet av riskkapital är högt. Författarna menar att detta borde betyda att andelen lyckade börsnoteringar också borde vara högre när börsen går bra och färre när börsen går sämre vilket deras studie dock inte kunnat påvisa. En anledning till detta är enligt Fama och French att positivt börs klimat och hög tillgång på riskkapital lockar, så kallade, svaga bolag att börsnoteras. Slutligen finner Fama och French att investerarens förväntningar tenderar att vara för optimistiska kring nyintroducerade företag, oavsett börs klimat.

### 4.2.2 Jain, B. & Kini, O. 1994

The Journal of Finance, Vol. 49, No. 5

*The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms*

Jain och Kini studerade nyckeltal knutna till den operativa verksamheten hos bolag som börsnoterades under 1976-1988. Jain och Kinis forskning, skiljer sig från övriga studier vi har tagit del av, då de inte alls fokuserar på aktiens utveckling utan istället på bolagens operativa prestation. I deras urval hade de ursprungligen 2126 bolag, men endast 682 uppfyllde deras krav. För att statistiskt kunna säkerställa sina resultat använde forskarna sig utav Wilcoxons rangtest och kom fram till att bolagen efter en notering presterar betydligt sämre än innan noteringen. Vidare kunde Jain och Kini se ett samband mellan ägarintresse hos ledningen och aktiens utveckling. De menar att det kan finnas flera olika orsaker till att bolag presterar dåligt efter en börsintroduktion. I artikeln nämns bland annat ökade agentkostnaderna, att ledningen kan ha använt sig av Earnings Management eller att bolaget noterats då det tillfälligt har gått bra, vilket blir svårt att bibehålla på längre sikt.<sup>96</sup>

---

<sup>96</sup> Jain, B. & Kini, O. (1994), *The Post -Issue Operating Performance of IPO Firms*, Journal of Finance, Volym 49, Upplaga 5, s.1699-1726

### 4.2.3 Clark, D. 2002

Financial Markets, Vol. 11, No. 4

*A study of the relationship between firm age at IPO and the aftermarket stock performance*

Clark gjorde en studie av 1234 företag som börsintroducerades på den amerikanska börsen under 1991-1997. Syftet med studien var att undersöka samband mellan företagets ålder vid introduktionen och bolagets prestation efter börsnoteringen. Yngsta företaget var bara en månad gammalt medan äldsta var 96 år. Tidigare studier kom fram till att företag som var äldre än tjugo år hade en positiv korrelation med en god aktieutveckling. Clark fann inom samtliga branscher en klar positiv korrelation mellan åldern på bolaget vid noteringen och dess prestation efteråt. Undantaget var branschen högteknologi där relationen var det motsatta, där yngre bolag generellt presterade bättre än äldre. Hans studie visar också ett negativt samband mellan de noterade bolagens ålder och antalet avnoteringar.<sup>97</sup>

### 4.2.4 Astrachan, J. & McConaughy, D.2002

Family Business Review Vol. 14 No. 4

*Venture Capitalists and Closely Held IPOs: Lessons for Family-Controlled Firms*

Astrachan och McConaughy undersökte i sin studie hur riskkapital påverkade börsintroducerade bolag och dess resultat på den amerikanska börsen under perioden 1970-1998. Författarna undersöker så kallade "Closely Held IPOs" vilket de beskriver som bolag som har större andel aktier ägda av de anställda än genomsnittet för alla bolagen i studien vid tidpunkten för noteringen.<sup>98</sup> Astrachan och McConaughy fann att dessa bolag i genomsnitt hade en sämre utveckling på aktiekursen efter introduktionen än övriga bolag. Dessa bolags börsnoteringar tenderade även i högre grad att inte fulltecknas.<sup>99</sup>

---

<sup>97</sup>Clark, D. (2002), *A study of the Relationship Between Firm Age- at- IPO and the Aftermarket Stock Performance*, Financial Markets, Institutions & Instruments, Volym 11, Upplaga 4, s. 385-400

<sup>98</sup> Astrachan, J. & McConaughy, D. (2002), *Venture Capitalists and Closely Held IPOs: Lessons for Family-Controlled Firms*, Family Business Review, Volym 14, Upplaga 4, s. 295-311

<sup>99</sup> Astrachan, J. & McConaughy, D. (2002), *Venture Capitalists and Closely Held IPOs: Lessons for Family-Controlled Firms*, Family Business Review, Volym 14, Upplaga 4, s. 295-311

#### **4.2.5 Pagano, M. Panetta, F. & Zingales, L. 1998**

The Journal of Finance, Vol. 53, No. 1

##### *Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis*

Pagano et al. undersökte italienska bolag under perioden 1976-1988 och vilka faktorer som påverkade beslutet att genomföra en börsintroduktion. Studien visar en markant försämring i bolagens prestation efter noteringen. Deras studie visade att generellt är noterade bolag mindre lönsamma efter introduktionen än innan. Vidare kunde de se att bolag i branscher kännetecknad av högt marknadsvärde genom bokfört värde tenderar att få fler bolag att notera sig eftersom ägarna vill dra fördel av felprissättningen som uppstår. Det fanns även att större bolag oftare väljer att börsnotera sig.<sup>100</sup>

#### **4.2.6 Yurtoglu, B. 2002**

Empirica, Vol. 27, No. 2

##### *Ownership, Control and Performance of Turkish Listed Firms*

Yurtoglu undersökte i sin studie 257 bolag noterade på turkiska börsen under 1998. Av dessa bolag hade 158 en majoritetsägare och 75 bolag kontrollerade av ägarfamiljerna via holdingbolag. Syftet med studien var att se hur koncentrerad ägarstruktur påverkar avkastningen på aktien. Resultatet var att det finns ett negativt samband mellan majoritetsägare och bolagens resultat. Yurtoglu tolkar detta som att majoritetsägarna kan påverka företaget utan att ta hänsyn till småspararna. Vidare anser Yurtoglu att koncentrerad ägarstruktur är negativ för småspararna ur två perspektiv. För det första försämras likviditeten på marknaden, och för det andra att majoritetsägare lägger större fokus på att holdingbolaget går bra istället för ett av deras portföljbolag.<sup>101</sup>

---

<sup>100</sup> Pagano, M. Panetta, F. & Zingales, L. (1998), *Why Do Companies Go Public? - An Empirical Analysis*, Journal of Finance, Volym 53, Upplaga 1, s.27-64

<sup>101</sup> Yurtoglu, B. (2000), *Ownership, Control and Performance of Turkish Listed Firms*, Empirica, Volym 27, Upplaga 2, s.193-222

#### **4.2.7 Chen, Z. Cheung, Y-L. Stouraitis, A. & Wong, A. 2005**

Pacific Basin Finance Journal, Vol. 13 No.4

##### *Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong*

Chen et al. undersökte 412 bolag som var noterade i Hong Kong under perioden 1995-1998. De fokuserade på hur majoritetsägande påverkar bolagens prestation, värde, utdelningspolicy och bolagsstyrning. Variablerna som författarna använder sig av är: räntabilitet på totalt kapital, räntabilitet på eget kapital, marknadsvärdet genom bokförda värdet och vilka interna regler som gäller för utdelningen. Chen et al. kunde inte hitta något samband mellan majoritetsägare och aktiens utveckling. För större bolag där ägarna hade mellan 10-35% fanns det dock ett positivt samband. Slutligen fann de att aktieägare generellt kräver högre utdelning i företag där risken för agentproblematik var högre.<sup>102</sup>

#### **4.2.8 Rose, C. 2007**

Corporate Governance: An International Review, Vol. 15 No.2

##### *Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence*

Rose undersökte danska bolag under perioden 1998-2001, för att hitta eventuella samband mellan andelen kvinnor i styrelsen och bolagens prestation. Den danska arbetsmarknaden har en utav den högsta andel arbetande kvinnor i världen och Rose slutsats är att könsfördelningen i styrelsen inte påverkar bolagens prestation. Istället menar han att normen inom de flesta styrelser var så starkt förankrad att denna inte påverkades av att nya personer kom in i styrelsen, eftersom dessa personer generellt anpassade sig till rådande kultur.<sup>103</sup>

---

<sup>102</sup> Chen, Z. Cheung, Y-L. Stouraitis, A. & Wong, A. (2005), *Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong*, Pacific-Basin Finance Journal, Volym 13, Upplaga 4, s.431-499

<sup>103</sup> Rose, C. (2007), *Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence*, Corporate Governance: An International Review, Volym 15, Upplaga 2, s.404-413

## Del 5 – Empiri

---

*I denna del presenteras vårt empiriska arbete. Vidare får läsaren ta del av empirin om IPO-trender, och vi presenterar utfallet av Wilcoxons test.*

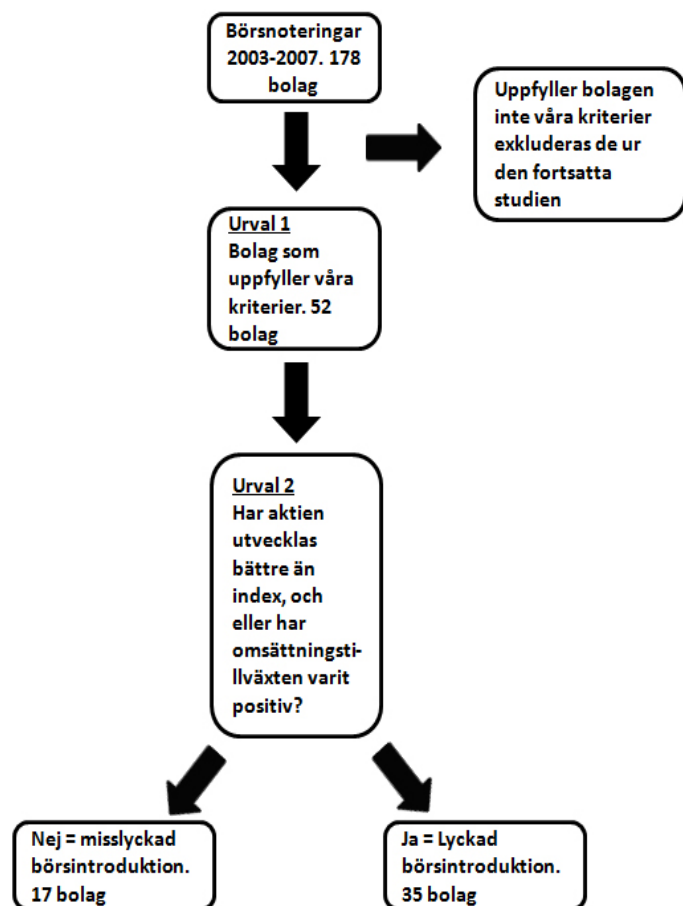
---

### 5.1 Val av företag

Totalt var det 178 noteringar under den aktuella undersökningsperioden. För att ett bolag ska vara intressant i vår undersökning måste de uppfylla följande kriterier.

- Inte listbyten, utan rena börsintroduktioner. I vår undersökning var det 50 bolag som gjort ett listbyte, och därför exkluderats.
- Ingen konkurs, uppköp, avnotering eller sammanslagning. I vår undersökning var det 28 bolag som exkluderades av dessa anledningar.
- Noteringar som genomförts med anledning av aktieutdelning eller spinoff har exkluderats. Dessa uppgick till 19 bolag i vår studie.
- Inte haft brutet räkenskapsår. I vår undersökning hade sex bolag brutet räkenskapsår.
- Inte vara investmentbolag, eller inte ha någon försäljning. I studien exkluderas åtta bolag av dessa anledningar, varav fem är investmentbolag.
- Det måste finnas tillräcklig information tillgänglig. Totalt 15 bolag har exkluderats av denna anledning.

Totalt är det 52 bolag som uppfyllt ovanstående kriterier. Att vi skulle ha ett stort bortfall var något som vi hade förväntat oss eftersom de tidigare studier vi presenterat haft ett liknande resultat. Som exempel kan vi ta Jain och Kinis som från ett ursprungligt urval på 2126 bolag endast hade 682



bolag kvar efter att ha tillämpat sitt kriterium. Detta betyder ett bortfall på 68 % som kan jämföras med vårt bortfall på 70,8 %. Med detta som stöd finner vi därför att vårt bortfall är fullt acceptabelt för den fortsatta studien.

Efter att ha tillämpat vår definition är det av dessa 52 noteringar, endast 35 som vi bedömer som lyckade. Det är alltså 35 bolag som haft en positiv nettoomsättningstillväxt och eller bättre aktieutveckling än index. Bland dessa 35 är det fyra som både haft positiv nettoomsättningstillväxt och bättre aktieutveckling än index.

## 5.2 IPO trender

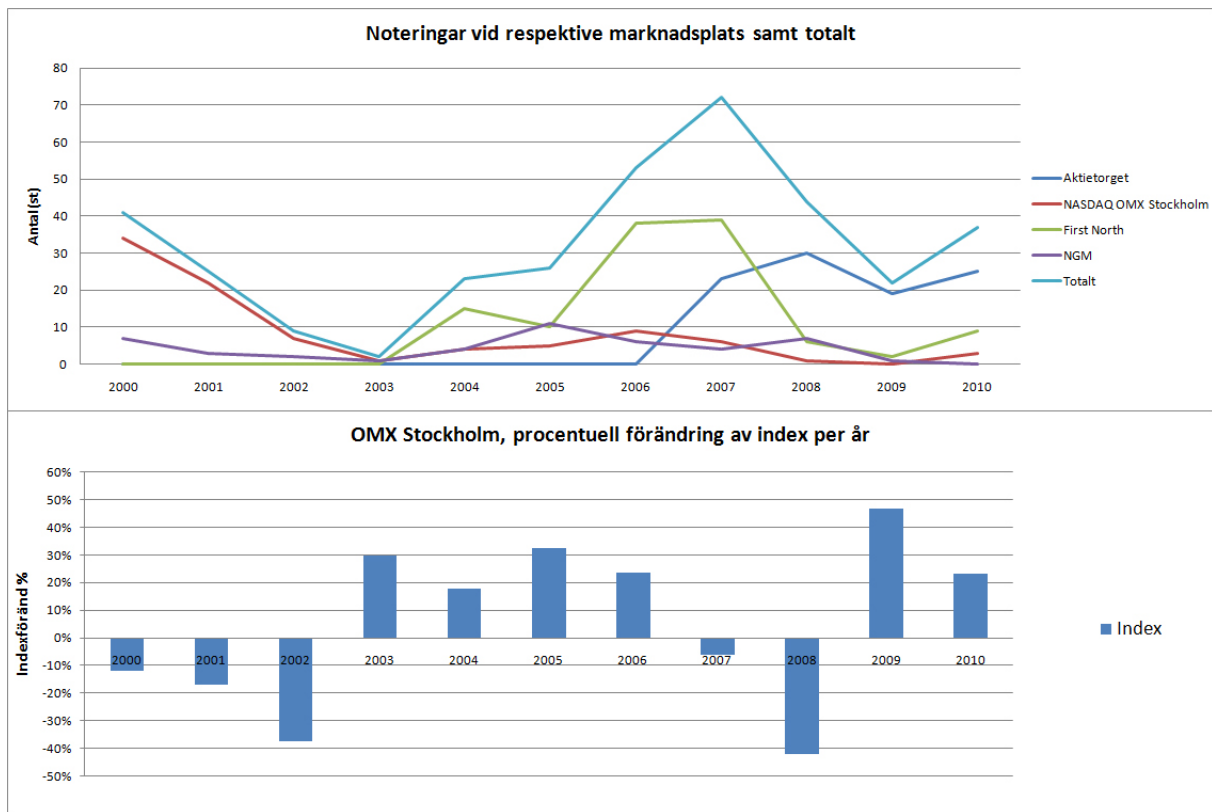


Diagram 1<sup>104</sup> och 3<sup>105</sup> Visar antalet noteringar och indexförändringen per år.

Diagram 1 och 3 visar att index mellan åren 2000-2002 var negativt och under samma period minskade antalet börsnoteringar. Antal börsnoteringar minskade även år 2003 trots att index år 2003 ökade. Vi ser sedan att antalet börsintroduktioner ökade år 2004. Index minskade återigen år 2007 och 2008 och vi ser under samma period hur antalet börsintroduktioner också minskat. År 2009 så ökade index medan antalet börsnoteringar minskade innan det år 2010 återigen ökade

<sup>104</sup> Se bilaga 2

<sup>105</sup> Se bilaga 1



## 5.3 Wilcoxon's test

Wilcoxon-Test			Wilcoxon-Test		
Alla			Alla		
Variables: Efter Före			Variables: Aktieutveckling Index		
Nettoomsättnings-tillväxt			Aktie		
Differences	N	Rank-Sum	Differences	N	Rank-Sum
Negative	25	503	Negative	27	547
Positive	16	358	Positive	23	728
Zero	0		Zero	0	
		<b>P</b>			<b>P</b>
		0,347483836			0,382324294

Tablå 1 och 2. Nettoomsättningstillväxt och aktieutveckling bland alla företag i studien

**Nettoomsättningstillväxt:** Tablå ett visar resultatet när vi mätt nettoomsättningstillväxten två år före mot två år efter för samtliga bolag. Resultatet visar att av totalt 41 bolag så visar 16 positiv nettoomsättningstillväxt medan 25 visar negativ tillväxt. P-värdet visar att skillnaden till 66,3 % är statistiskt säkerställd, vilket innebär att vi inte kan förkasta  $H_0$ .

**Aktie:** Tablå två visar resultatet när vi mätt utvecklingen på bolagens aktie tre år före i jämförelse med utvecklingen på index samma tid. Av totalt 50 bolag så har 27 bolag en sämre utveckling på sin aktie i förhållande till index. Resterande 23 bolag har en bättre utveckling på sin aktie i förhållande till index. P-värdet visar att skillnaden till 62,8 % kan statistiskt säkerställas men  $H_0$  kan inte förkastas.

### 5.3.1 Storleken nettoomsättning

Wilcoxon-Test			Wilcoxon-Test		
Omsättning >0,5 miljarder SEK			Omsättning >0,5 miljarder SEK		
Variables: Efter Före			Variables: Aktieutveckling Index		
Nettoomsättnings-tillväxt			Aktie		
Differences	N	Rank-Sum	Differences	N	Rank-Sum
Negative	10	78	Negative	7	42
Positive	5	42	Positive	9	94
Zero	0		Zero	0	
		<b>P</b>			<b>P</b>
		0,306624123			0,178810026

Tablå 3 och 4. Visar hur en omsättning över 0,5 miljarder SEK påverkar nettoomsättningstillväxt samt aktieutveckling

**Nettoomsättningstillväxt:** Resultatet visar att av de bolag som har mer än 0,5 miljarder kronor under året för noteringen så visar tio av bolagen en negativ nettoomsättningstillväxt och resterande fem positiv omsättningstillväxt. Skillnaden kan till 70,4 % statistiskt säkerställas.  $H_0$  kan inte förkastas.

**Aktie:** Av 16 bolag så har sju bolag en bättre utveckling på sin aktie än index medan nio bolag har en sämre utveckling. P-värdet indikerar att skillnaden till 82,2 % kan statistiskt säkerställas. Detta gör att vi inte kan förkasta  $H_0$ .

Wilcoxon-Test			Wilcoxon-Test		
Variables: Efter			Variables: Aktieutveckling		
<10 år vid börsintroduktion			Omsättning <0,5 miljarder SEK		
Omsättningstillväxt			Aktie		
Differences	N	Rank-Sum	Differences	N	Rank-Sum
Negative	11	120	Negative	20	281
Positive	11	133	Positive	14	314
Zero	0		Zero	0	
<b>P</b>			<b>P</b>		
0,832866416			0,777872584		

Tablå 5 och 6. Visar hur nettoomsättning under 0,5 miljarder SEK påverkar nettoomsättningstillväxten och aktieutvecklingen

**Nettoomsättningstillväxt:** Ovanstående visar resultatet av de övriga bolagen med en nettoomsättning på mindre än 0,5 miljarder. Resultatet visar att 15 av dessa haft en negativ nettoomsättningstillväxt och resterande 11 haft en positiv nettoomsättningstillväxt.  $H_0$  kan inte förkastas

**Aktie:** Av, resterande bolag med en nettoomsättning på mindre än 0,5 miljarder, har 20 en sämre utveckling än index och resterande 14 en bättre utveckling. I detta fall kan vi inte förkasta  $H_0$ .

### 5.3.2 Ålder

Wilcoxon-Test			Wilcoxon-Test		
<10 år vid börsintroduktion			<10 år vid börsintroduktion		
Nettoomsättnings- tillväxt			Aktieutveckling Index		
Variables: Efter Före			Variables: Aktieutveckling Index		
Differences	N	Rank-Sum	Differences	N	Rank-Sum
Negative	11	120	Negative	18	227
Positive	11	133	Positive	10	179
Zero	0		Zero	0	
		<b>P</b>			<b>P</b>
		0,832866416			0,584712556

Tablå 7 och 8. Visar hur ålder <10 år vid börsintroduktionen påverkar nettoomsättningstillväxten och aktieutvecklingen

**Nettoomsättningstillväxt:** Av de bolag som är yngre än 10 år vid börsintroduktionen så visar 11 positiv nettoomsättningstillväxt medan lika många visar negativ nettoomsättningstillväxt.  $H_0$  kan inte förkastas

**Aktie:** Av bolag yngre än 10 år vid introduktionen visar 18 bolag sämre utveckling än index och resterande 10 en bättre utveckling.  $H_0$  kan därmed inte förkastas

Wilcoxon-Test			Wilcoxon-Test		
>10 år vid börsintroduktion			>10 år vid börsintroduktion		
Nettoomsättnings- tillväxt			Aktieutveckling Index		
Variables: Efter Före			Variables: Aktieutveckling Index		
Differences	N	Rank-Sum	Differences	N	Rank-Sum
Negative	14	147	Negative	9	66
Positive	5	43	Positive	13	187
Zero	0		Zero	0	
		<b>P</b>			<b>P</b>
		0,036385461			0,049510167

Tablå 9 och 10. Visar om ålder >10 år vid börsintroduktionen påverkar nettoomsättningstillväxten och aktieutveckling

**Nettoomsättningstillväxt:** Av de bolag som var äldre än 10 år vid börsintroduktionen så visar 14 bolag negativ nettoomsättningstillväxt. Resterande fem visar positiv nettoomsättningstillväxt. P-värdet indikerar att  $H_0$  kan förkastas och skillnaden är till 96,4 % statistiskt säkerställd. Detta innebär att  $H_1$  accepteras och att  $H_0$  förkastas

**Aktie:** Av bolag äldre än tio år vid introduktionen visar 13 bolag bättre aktieutveckling än index medan resterande nio visar sämre utveckling. P-värdet indikerar att  $H_0$  kan förkastas och att vi till 95,1 % säkerhet kan fastställa en statistisk skillnad. Även i detta fall förkastas  $H_0$  och  $H_1$  accepteras.

Wilcoxon-Test			>20 år vid börsnotering			Wilcoxon-Test			>20 år vid börsnotering		
Variables: Efter Före			Nettoomsättnings-tillväxt			Variables: Aktieutveckling Index			Aktie		
Differences	N	Rank-Sum	Differences	N	Rank-Sum						
Negative	8	52	Negative	6	29						
Positive	3	14	Positive	5	37						
Zero	0		Zero	0							
<b>P</b>			<b>P</b>								
0,091160794			0,722107653								

Tablå 11 och 12. Visar om ålder >20 år vid börsintroduktionen påverkar nettoomsättningstillväxt och aktieutveckling

**Nettoomsättningstillväxt:** Av 11 bolag som också vid börsintroduktionen var äldre än 20 år så visar åtta en negativ nettoomsättningstillväxt medan tre visar en positiv nettoomsättningstillväxt. P-värdet indikerar att skillnaden till 90,9 % kan säkerställas.  $H_0$  kan inte förkastas

**Aktie:** Av de bolag som var äldre än 20 år vid introduktionen visar sex sämre utveckling än index medan fem visar bättre utveckling.  $H_0$  kan inte heller här förkastas.

### 5.3.3 Ägarstruktur

Wilcoxon-Test			Minst 1 ägare >20%			Wilcoxon-Test			Minst 1 ägare >20%		
Variables: Efter Före			Nettoomsättnings-tillväxt			Variables: Aktieutveckling Index			Aktie		
Differences	N	Rank-Sum	Differences	N	Rank-Sum						
Negative	21	315	Negative	20	296						
Positive	9	150	Positive	16	370						
Zero	0		Zero	0							
<b>P</b>			<b>P</b>								
0,089717838			0,561044162								

Tablå 13 och 14. Visar hur minst 1 ägare med >20 % påverkar nettoomsättningstillväxt och aktieutveckling

**Nettoomsättningstillväxt:** Av de bolag som vid börsintroduktionen haft en ägare med minst 20 % eller mer av totala antalet utstående aktier så visar 21 en negativ nettoomsättningstillväxt medan nio visar en positiv nettoomsättningsutveckling. P-värdet visar att vi till 91,1 % kan säkerställa en skillnad, dock kan inte  $H_0$  förkastas.

**Aktie:** Av de bolag som vid introduktionen haft en ägare med minst 20 % av totala antalet utstående aktier så visar 21 av bolagen sämre utveckling på aktien än index medan nio visar bättre utveckling.  $H_0$  accepteras.

Wilcoxon-Test			Wilcoxon-Test		
Ingen ägare med >20% Nettoomsättnings- tillväxt			Ingen ägare med >20% Aktieutveckling Aktie		
Variables: Efter Före			Variables: Aktieutveckling Index		
Differences	N	Rank-Sum	Differences	N	Rank-Sum
Negative	4	18	Negative	3	8
Positive	4	18	Positive	7	47
Zero	0		Zero	0	
		<b>P</b>			<b>P</b>
		1			0,046853285

Tablå 15 och 16. Visar hur ägarstruktur utan någon ägare med >20 % påverkar nettoomsättningstillväxten och aktieutvecklingen

**Nettoomsättningstillväxt:** Av de bolag som vid börsnoteringstillfället inte haft en ägare med 20 % eller mer av totala antalet utstående aktier, så visar hälften positiv nettoomsättningstillväxt och resterande hälften negativ nettoomsättningstillväxt.  $H_0$  accepteras.

**Aktie:** Av de bolag som inte haft en ägare med minst 20 % av antalet utstående aktier i bolaget vid introduktionen så har 20 sämre aktieutveckling än index medan 16 bolag visar bättre utveckling. P-värdet visar på en 95 % statistisk säkerställning, vilket innebär att  $H_0$  förkastas och  $H_1$  accepteras

Wilcoxon-Test			Wilcoxon-Test		
2 eller fler ägare med >20% Nettoomsättnings- tillväxt			2 eller fler ägare med >20% Aktieutveckling Aktie		
Variables: Efter Före			Variables: Aktieutveckling Index		
Differences	N	Rank-Sum	Differences	N	Rank-Sum
Negative	3	10	Negative	4	14
Positive	3	11	Positive	3	14
Zero	0		Zero	0	
		<b>P</b>			<b>P</b>
		0,916511908			1

Tablå 17 och 18. Visar hur ägarstruktur med två eller flera ägare med vardera >20 % påverkar nettoomsättningstillväxt och aktieutveckling

**Nettoomsättningstillväxt:** Av de bolag som vid börsnoteringen hade minst två ägare med 20 % eller mer av totala antalet utstående aktier så visar tre bolag en positiv nettoomsättningstillväxt och tre en negativ nettoomsättningstillväxt.  $H_0$  kan inte förkastas.

Av dessa bolag med två eller fler ägare med minst 20 % av totala antalet utstående aktier så visar fyra en sämre aktiekursutveckling än index medan tre visar bättre utveckling.  $H_0$  accepteras.

Wilcoxon-Test			Ägare med >50%			Wilcoxon-Test			Ägare med >50%		
Variables: Efter			Nettoomsättnings- tillväxt			Variables: Aktieutveckling Index			Aktie		
Differences	N	Rank-Sum	Differences	N	Rank-Sum	Differences	N	Rank-Sum	Differences	N	Rank-Sum
Negative	3	8	Negative	2	3	Negative	2	3	Negative	2	3
Positive	3	13	Positive	6	33	Positive	6	33	Positive	6	33
Zero	0		Zero	0		Zero	0		Zero	0	
<b>P</b>			<b>P</b>			<b>P</b>			<b>P</b>		
0,600179487			0,0356919			0,0356919			0,0356919		

Tablå 19 och 20. Visar hur ägarstruktur med en ägare med >50 % påverkar nettoomsättningstillväxten och aktieutvecklingen

**Nettoomsättningstillväxt:** Av de bolag som vid introduktionen haft en ägare med 50 % eller mer av totala antalet aktier så visar hälften positiv nettoomsättningstillväxt och andra hälften negativ nettoomsättningstillväxt.  $H_0$  accepteras

**Aktie:** Av bolag med en ägare med minst 50 % av totala antalet utstående aktier vid börsintroduktionen så visar sex bättre aktieutveckling än index medan två visar negativ utveckling. P-värdet visar 96,5 % statistiskt säkerställd skillnad, vilket innebär att  $H_0$  förkastas och därmed accepteras  $H_1$

### 5.3.4 Styrelsesammansättning

Wilcoxon-Test			Inga kvinnor i styrelsen			Wilcoxon-Test			Ägare med >50%		
Variables: Efter Före			Nettoomsättnings- tillväxt			Variables: Aktieutveckling Index			Aktie		
Differences	N	Rank-Sum	Differences	N	Rank-Sum	Differences	N	Rank-Sum	Differences	N	Rank-Sum
Negative	10	81	Negative	2	3	Negative	2	3	Negative	2	3
Positive	7	72	Positive	6	33	Positive	6	33	Positive	6	33
Zero	0		Zero	0		Zero	0		Zero	0	
<b>P</b>			<b>P</b>			<b>P</b>			<b>P</b>		
0,831310208			0,0356919			0,0356919			0,0356919		

Tablå 21 och 22. Visar hur styrelser utan någon kvinna påverkar nettoomsättningstillväxten och aktieutvecklingen

**Nettoomsättningstillväxt:** Av de 17 bolag som vid tidpunkten för introduktionen inte haft en enda kvinna i styrelsen så visar tio bolag en negativ nettoomsättningstillväxt medan resterande sju bolag visar på en positiv nettoomsättningstillväxt.  $H_0$  accepteras.

**Aktie:** Av de bolag som vid börsintroduktionen inte hade en enda kvinna i styrelsen så visar tio bolag på bättre aktieutveckling än index medan 14 visar sämre utveckling. P-värdet visar att skillnaden till 57,7 % sannolikhet stämmer, vilket inte är en tillräckligt stor sannolikhet för att  $H_0$  ska förkastas.

Wilcoxon-Test			Wilcoxon-Test		
Minst 1 kvinna i styrelsen			Minst 1 kvinna i styrelsen		
Variables: Efter Före			Variables: Aktieutveckling Index		
Nettoomsättnings-tillväxt			Aktie		
Differences	N	Rank-Sum	Differences	N	Rank-Sum
Negative	15	188	Negative	13	102
Positive	9	112	Positive	13	249
Zero	0		Zero	0	
		<b>P</b>			<b>P</b>
		0,277605418			0,061936322

Tablå 23 och 24. Visar hur minst 1 kvinna i styrelsen påverkar nettoomsättningstillväxten och aktieutvecklingen

**Nettoomsättning:** Av de 24 bolag som har en eller flera kvinnor i styrelsen vid tidpunkten för börsnoteringen så visar 15 bolag en negativ nettoomsättningstillväxt medan resterande nio bolag visar en positiv nettoomsättningstillväxt. P-värdet visar att skillnaden till 72,3 % kan säkerställas.  $H_0$  accepteras.

**Aktie:** Av de bolag som vid börsintroduktionen haft minst en kvinna i styrelsen så visar 13 bolag bättre aktiekursutveckling än index medan resterande 13 visar på en sämre utveckling. P-värdet visar att skillnaden till 93,9 % kan säkerställas.  $H_0$  kan dock inte förkastas.

Wilcoxon-Test			Wilcoxon-Test		
Minst 1/3 kvinnor i styrelsen			Minst 1/3 kvinnor i styrelsen		
Variables: Efter Före			Variables: Aktieutveckling Index		
Nettoomsättnings-tillväxt			Aktie		
Differences	N	Rank-Sum	Differences	N	Rank-Sum
Negative	3	10	Negative	4	11
Positive	3	11	Positive	3	17
Zero	0		Zero	0	
		<b>P</b>			<b>P</b>
		0,916511908			0,61208988

Tablå 25 och 26. Visar hur minst 1/3 kvinnor i styrelsen påverkar nettoomsättningstillväxten och aktieutvecklingen

**Nettoomsättningstillväxt:** Sex bolag hade vid börsintroduktionen en styrelse bestående av en tredjedel eller fler kvinnor och av dessa uppvisade hälften en positiv nettoomsättningstillväxt medan andra hälften redovisade negativ nettoomsättningstillväxt.  $H_0$  accepteras

**Aktie:** Av de bolag som haft minst en tredjedel andel kvinnor i styrelsen vid börsintroduktionen så visar fyra bolag en sämre aktiekursutveckling än index medan tre bolag visar en bättre utveckling.  $H_0$  accepteras.

## Del 6 – Analys

---

*I denna del analyserar vi data i vår empiriska studie och knyter samman detta med de praktiska och teoretiska delarna.*

---

### 6.1 Bortfall

Det är 52 bolag som uppfyller våra kriterier. Jain och Kini som använde ett liknande kriterium i sin studie, hade av ett ursprungligt urval om 2126 bolag endast 682 som uppfyllde deras kriterium. Detta betyder ett bortfall på 68 % som kan jämföras med vårt bortfall på 70,8 %. Anledningen till att vårt bortfall är så pass omfattande är dels att bland dessa 178 noteringar ingår 50 så kallade listbyten vilka vi exkluderat. Vidare så visade det sig att fler bolag, än vi förväntat oss, varit inblandade i uppköp, förvärv eller sammanslagningar. Flera tidigare studier som bland annat de av Fama och French och Pagano et al. har visat på en generell underprestation åren efter en börsnotering vilket också kan vara en tänkbar förklaring till vårt stora bortfall.

### 6.2 IPO trender

Efter att ha jämfört resultatet av antalet börsintroduktioner per år mot index på OMX Stockholm mellan 2000 och 2010 ser vi en positiv korrelation mellan antalet börsintroduktioner och utvecklingen av index. Mellan 2000 och 2002 ser vi en negativ utveckling på index och samtidigt minskar antalet börsintroduktioner. År 2003 steg index och året efter steg också antalet börsintroduktioner. Vi ser en tendens till att antalet börsnoteringar följer utvecklingen på börsen, dock med en viss fördröjning. Denna fördröjning är som tydligast år 2003 då index utvecklades positivt medan antalet börsintroduktioner inte ökade förrän efter år 2004. År 2007 och 2008 utvecklas index negativt medan antalet börsintroduktioner når sin högsta nivå under 2007 för att sedan minska år 2008.

Revisions- och konsultbolaget Ernst & Young visar i sin studie att aktiemarknadens investeringsvilja är positivt korrelerad med rådande klimat på börsen vilken i sin tur styr



tillgången på riskkapital.<sup>106</sup> Våra resultat visar att antalet börsnoteringar är positivt korrelerade med utvecklingen på börsen. Om vi antar att Ernst & Youngs resultat stämmer verkar det dessutom föreligga ett samband mellan antalet börsintroduktioner och utbudet av riskkapital under 2000-talet.

### 6.3 Wilcoxon's test

Inledningsvis tittar vi på de 52 bolag som uppfyller kriteriet i 2.3 *Urval* för att se på nettoomsättningstillväxten och utvecklingen på dessa bolags aktie i jämförelse med index för respektive handelsplats. Sett till aktien är det fler bolag som presterar under index än över. Ser vi till p-värdet visar detta att vi inte kan påvisa ett signifikant samband. När det gäller dessa bolags nettoomsättning har majoriteten av bolagen haft negativ nettoomsättningstillväxt efter börsintroduktionen, dock kan vi inte förkasta  $H_0$  och därför inte heller här bekräfta sambandet.

Detta är i likhet med Jain och Kini som visat att företag generellt underpresterar åren efter en börsintroduktion. Jain och Kini använder dock bolagens rörelseresultat för att jämföra företagens prestation. De finner dock att majoriteten av bolagen ökar sin försäljning efter börsnoteringen vilket inte stämmer överens med resultatet i vår studie, eftersom fler bolag haft en negativ nettoomsättningstillväxt än positiv efter börsintroduktionen. Fama och French pekar i sin studie också på ett liknande samband som Jian och Kini. De finner dock att majoriteten av bolagen efter en nyintroduktion presterar sämre vad gällande resultat och lönsamhet.

### 6.4 Storleken på nettoomsättningen

Av de bolag som hade en nettoomsättning på mer än 0,5 miljarder vid börsnoteringen är det tio företag som haft negativ nettoomsättningstillväxt jämfört med fem som har haft en positiv nettoomsättningstillväxt. Av de bolagen med en nettoomsättning på mindre än 0,5 miljarder vid börsnoteringen ser vi att 15 av dessa visat negativ nettoomsättningstillväxt och resterande 11 visat positiv nettoomsättningstillväxt. Eftersom p-värdet är relativt högt i både fallen kan vi inte säkerställa sambanden men vi kan i likhet med studien av samtliga bolag i Wilcoxon's test, se att det är fler bolag som visar negativt resultat än positivt.

---

<sup>106</sup> Ernst&Young(2009) *Shifting landscape-Are you ready?*  
[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global\\_IPO\\_trends\\_report\\_2009/\\$FILE/Global\\_IPO\\_trends\\_report\\_2009%20.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global_IPO_trends_report_2009/$FILE/Global_IPO_trends_report_2009%20.pdf) Hämtad 2011-04-13

Det är nio företag, med en nettoomsättning som är större än 0,5 miljarder vid introduktionen, vars aktiekurs haft bättre utveckling än index i jämförelse med sju som haft en sämre utveckling än index. Av 34 bolag med en nettoomsättning på mindre än 0,5 miljarder så visar 20 bolag en sämre utveckling på sin aktie än index medan resterande 14 haft en bättre utveckling.

Pagano et al. menar att storleken på bolaget vid börsnoteringen är en avgörande faktor för dess prestation. Enligt studien tenderar större bolag i högre utsträckning att noteras och har dessutom högre sannolikhet att lyckas. Författarna menar att stora bolag generellt mottas med större optimism av aktiemarknaden. Däremot anger de inte detta som huvudsakligt skäl till varför bolag med hög omsättning i högre grad noteras utan anledningen är istället att de med större sannolikt kan täcka de stora kostnader som är förenade med en börsnotering.

### **6.5 Ålder på bolaget**

Som vi tidigare nämnt använder vi oss av tre olika intervall för att urskilja bolagens ålder. Det är dels de som är yngre än 10 år, de som är äldre än 10 år och de som är äldre än 20 år.

Bland de bolag som var yngre än 10 år vid börsnoteringen har hälften haft en positiv nettoomsättningstillväxt medan andra hälften visar på negativ nettoomsättningstillväxt. När det gäller aktiens utveckling är det bland dessa bolag procentuellt fler som haft en sämre utveckling än index. P-värdet är dock för lågt för att vi ska kunna påvisa ett signifikant samband.

Vad gäller de företag som var äldre än 10 år vid introduktionen ser vi ett klart samband både gällande nettoomsättningstillväxten samt aktietillväxten, då vi i båda fallen kan förkasta  $H_0$ . Vi kan påvisa att nettoomsättningstillväxten är negativ efter noteringen medan aktieutveckling har en bättre utveckling än index. Bland företagen som är äldre än 20 år ser vi att dessa haft en tendens till negativ nettoomsättningstillväxt de två efterföljande åren efter börsintroduktionen. P-värdet är dock för stort för att kunna förkasta  $H_0$ . När det gäller aktieutvecklingen kan vi inte se något samband bland de bolagen som är äldre än 20 år.

Clark visar i sin studie att bolag äldre än 20 år vid introduktionen har en bättre aktieutveckling än bolag som är yngre än 20 år vid börsnoteringen. Han visar också att det finns ett samband

mellan ålder vid introduktionen och positiv utveckling på aktien även för bolag som varit något yngre än 20 år. Våra resultat visar ett signifikant positivt samband mellan bolag som är äldre än tio år och aktieutveckling men till skillnad från Clark kan vi inte visa ett säkert samband vad gäller bolag som är äldre än 20 år vid börsnoteringen. Clark har i sin studie ett betydligt större urval på 1234 bolag. Studien gjordes också på bolag som noterades tio år tidigare än de bolag vi undersökt. I likhet med Clarks studie kan vi påvisa en generell underprestation för samtliga bolag oavsett ålder vid börsnoteringen.

## 6.6 Ägarstruktur

När det gäller ägarstruktur har vi som tidigare nämnt studerat företag som har minst en ägare med mer än 20 %, de som inte har någon ägare med mer än 20 %, de som har två eller fler ägare med 20 % samt de som har en ägare med minst 50 % av rösterna vid börsintroduktionen.

I de företag som har minst en ägare med minst 20 % av andelen röster ser vi en tendens till att dessa företag har en negativ nettoomsättningstillväxt två år efter börsintroduktionen. P-värdet är dock inte tillräckligt litet för att vi ska kunna förkasta  $H_0$ . När det gäller aktieutvecklingen kan vi inte påvisa något signifikant samband, men ser att det är fler företag som visar på negativ utveckling än positiv.

Av de företag som vid introduktionen inte hade någon ägare med mer än 20 % av totala antalet röster kan vi inte påvisa någon signifikant skillnad, då p-värdet är ett. Sett till aktieutvecklingen visar p-värde 0,047 vilket betyder att vi kan förkasta  $H_0$ . Detta innebär att vi kan påvisa att företag som vid noteringen inte har någon ägare med minst 20 % av rösterna, generellt har en bättre aktieutveckling än index.

De företag som vid börsnoteringen hade två eller fler ägare med mer än 20 % av antalet röster, är i vår studie, relativt få och vi finner inga signifikanta samband varken gällande nettoomsättningstillväxten eller aktieutvecklingen. Det är även begränsat antal företag som vid noteringen haft en majoritetsägare vid börsintroduktionen, vilket leder till ett begränsat urval. Gällande nettoomsättningstillväxten kan vi inte påvisa att majoritetsägare skulle ha någon påverkan eftersom det är lika många företag som visar negativ tillväxt som positiv. Vad gäller aktietillväxten kan vi däremot se ett signifikant samband att bolag med en ägare med minst 50 % vid börsintroduktionen generellt har en aktieutveckling som är bättre än index.

Att företag som vid introduktionen har få antal ägare skulle prestera bättre än företag med fler ägare går emot Yurtoglus studie, som visar på motsatsen, att företagets aktieutveckling ska ha ett negativt samband med få antal ägare vid börsnoteringen. Detta beror enligt Yurtoglu framförallt på att majoritetsägare generellt har ett mer långsiktigt perspektiv, vilket tenderar att missgynna aktiens utveckling. Av de företag som vid introduktionen inte hade någon aktieägare med minst 20 % av andelen röster kan vi visa på att majoriteten av dessa har en bättre aktieutveckling än index. Yurtoglu menar att företag med hög andel minoritetsägare skulle ha en positiv aktieutveckling efter börsnoteringen, vilket resultatet av vårt Wilcoxon test visar.

Astrachan och McConaughys visar ett motsatt samband nämligen att företag med en majoritetsägare har en bättre utveckling på sin aktie efter börsnoteringen än bolag med hög andel minoritetsägare. Ytterligare en studie som berör ämnet är gjord av Chen et al. som inte hittat något samband mellan en majoritetsägare och utvecklingen på företagets aktie efter börsnoteringen. Skillnaden mellan resultaten i ovanstående studier kan delvis förklaras med att de undersökt aktiemarknader i olika länder samt att de använder olika definition av vad som bör anses vara majoritets och minoritets ägda bolag.

## **6.7 Styrelsesammansättning**

Vi kan inte påvisa ett statistisk säkert samband mellan bolag, utan någon kvinna i styrelsen vid noteringen och resultatet av noteringen. Detta eftersom antalet negativa och positiva resultat är i proportion till det vi kunnat se då vi tittade på samtliga bolag.

Bland de bolag som haft minst en kvinna i styrelsen vid börsnoteringen är nettoomsättningstillväxten i 15 fall negativ och i nio fall positiv. P-värdet indikerar att sambandet inte är signifikant. Vad gäller aktieutvecklingen är det lika många av dessa bolag som har en negativ utveckling som en positiv. I likhet med företag som inte hade någon kvinna i styrelsen, kan vi se ett liknande utfall bland företag med minst en tredjedel kvinnor. Detta innebär att vi inte heller här kan påvisa något samband bland bolag med minst en kvinna i styrelsen vid noteringen och resultatet.

Det visade sig vara svårt att hitta något signifikant samband mellan andel kvinnor i styrelsen vid en börsnotering och företagets nettoomsättningstillväxt och utveckling på aktien. Detta

resultat är i likhet med undersökningen gjord av Rose som inte heller funnit något samband mellan andelen kvinnor i styrelsen vid börsnoteringen och företags prestation efteråt.

## Del 7 – Slutsats

---

*I denna del sammanfattar vi tidigare analysdel och presenterar de slutsatser som vi kommit fram till. Vidare ges även våra förslag på vidare forskning.*

---

### 7.1 Slutsats

Vår problemformulering är: Vad var de avgörande faktorerna bakom lyckade börsnoteringar mellan åren 2003 till 2007 på handelsplatserna NASDAQ OMX Stockholm, First North och Aktietorget?

Under dessa fem år har det skett 128 börsnoteringar på Stockholmsbörsen exklusive listbyten. Av dessa 128 har vi exkludera 76 bolag som inte uppfyllt vårt inledande kriterier och därför inte är relevanta i studien. Detta betyder att vi exkluderat 59 % av alla börsnoteringar under dessa fem år, vilket är rimligt med tanke på bortfallet i liknande studier vi tagit del av.

Bortfall kan dock inte enbart förklaras utifrån rena börsmislyckanden eftersom vi exempelvis exkludera alla investmentbolag som dock utgjorde en liten del av andelen börsnoteringar under dessa fem år. Att fler än hälften av bolagen inte varit relevanta för vårt Wilcoxons är enligt oss ett tecken på en generell underprestation. Fama och French samt Pagano et al. har båda i sina studier funnit samma tendens trots att de, precis som vi, inte haft som syfte att studera andel under respektive överprestationer bland nyligen noterade bolag. Resultatet är också i linje med vedertagen forskning inom företagsfinansiering. Av dessa 128 börsnoteringar är det vidare endast 35 som uppfyller vår definition av en lyckad notering vilket betyder att endast 27 % av alla börsnoteringar i vår studie bedöms som lyckade. Slutsatsen som vi kan dra av detta är att det är få bolag som lyckats med sin börsnotering.

Under denna femårsperiod var antalet börsnoteringar som högst år 2007 och som lägst år 2003. Det ökade antalet börsnoteringar under perioden kan vi förklara med att index för Stockholmsbörsen haft en positiv utveckling från år 2003 till 2006. Vi kan konstatera att antalet börsnoteringar på 2000-talet är positivt korrelerad med index på Stockholmsbörsen, med en fördröjning på ett år. Detta betyder att börsnoteringar på 2000-talet visar ett cykliskt beteende och våra resultat är i linje med studier av Fama och French och av revisions- och konsultbolaget Ernst & Young.

Vad gäller bolagens nettoomsättning vid börsnoteringen har vi inte hittat något signifikant samband mellan storleken på nettoomsättningen och andelen lyckade börsnoteringar. Pagano et al. menar att ett bolag med hög omsättning har större chans att lyckas med en börsnotering. Vårt resultat bekräftar dock inte att bolag med hög nettoomsättning har högre sannolikhet att lyckas med en börsnotering och vi kan därför konstatera att storleken på nettoomsättning inte var en avgörande faktor för resultatet av en lyckad börsnotering mellan åren 2003 och 2007.

Våra resultat visar ett statistisk säkert samband för bolag, som vid börsnoteringen var äldre än tio år, och bättre aktieutveckling än index. Clark har visat att ålder vid introduktionen är positivt korrelerat med bolagens prestation efter börsnoteringen. Dock hittade Clark ett statistiskt säkert samband för bolag äldre än 20 år vid börsnoteringen medan vårt samband gäller bolag äldre än tio år. Vi har däremot till skillnad från Clark inte kunnat visa ett samma statistiskt säkerställda samband vad gäller bolag som är äldre än 20 år. Vi kan dock konstatera att hög ålder var en avgörande faktor för lyckade börsnoteringar mellan åren 2003-2007.

Vi har också visat på ett statistisk säkert samband mellan företag, som vid börsnoteringen inte hade någon ägare med minst 20 % av andel röster, och en bättre aktieutveckling än index. Intressant är att vi ser samma samband för bolag med en majoritetsägare vid börsnoteringen. I motsats till Chen et al. och Astrachan och McConaughy har vi visat att majoritetsägare är en avgörande faktor för en lyckad börsnotering. Vi kan därför konstatera att hög andel minoritetsägare samt en majoritetsägare båda var avgörande faktorer för lyckade börsnoteringar mellan åren 2003 och 2007. Resultatet kan verka motsägelsefullt och vi har inte hittat någon artikel som visat samma samband.

Vad gäller styrelsesammansättningen för börsnoterade bolag kan vi, i likhet med Rose, inte finna att andelen kvinnor i styrelsen skulle vara en avgörande faktor för resultatet av en börsnotering. Detta resultat motsvarar våra förväntningar och är i linje med Rose studie.

Av alla börsnoteringar på de svenska handelsplatserna NASDAQ OMX Stockholm OMX Nordic, First North och Aktietorget mellan åren 2003 och 2007 är vår slutsats att faktorerna ålder och styrelsesammansättning har varit avgörande för resultatet av en börsnotering.

## **7.2 Förslag på vidare forskning**

- Forskning har visat att *Earnings Management* påverkar bolagen negativt vid en börsintroduktion. Det hade varit intressant att undersöka hur utbrett *Earnings Management* är på den svenska marknaden och dess påverkan på bolagen vid en börsintroduktion.
- Det hade varit intressant att undersöka VD och andra befattningshavares aktieinnehav och se om det finns ett samband mellan deras ägande och en positiv aktieutveckling på den svenska marknaden. Astrachan och McConaughy undersökte hur så kallade *Closely Held Firms* presterade efter en börsnotering i förhållande till andra bolag, något som hade varit intressant att undersöka på den svenska marknaden.
- Vi har i vår undersökning inte hittat signifikant samband att andel kvinnor i styrelsen skulle påverka resultatet av en börsnotering. En studie som enbart fokuserar på andel kvinnor i styrelse och företagsledning hade eventuellt kunnat påvisa betydelsen av kvinnlig representation.
- Vår studie har ett relativt kortsiktigt perspektiv då vi jämför nettoomsättning och aktiekursens utveckling två respektive tre år efter börsnoteringen. Ett längre perspektiv än det vi använt skulle eventuellt gett ett annorlunda resultat vilket hade varit intressant att undersöka
- Det hade varit intressant att se om en börsnotering generellt har en positiv eller negativ effekt på ett bolags prestation. En studie som jämför bolag som noterats och dess prestation jämfört med jämbördiga bolag som inte väljer att inte noteras för att undersöka om skillnader finns i prestation. Denna studie kan göras med ett litet kortare perspektiv, liksom vår, eller med ett längre perspektiv.
- Vi exkluderade 59 % av samtliga börsnoteringar på Stockholmsbörsen mellan åren 2003-2007. Tidigare studier med ett liknande syfte vi tagit del av har samtliga ett stort bortfall. Vad beror detta stora bortfall på? Kan det förklaras genom teorin att det råder en generell underprestation för börsnoterade bolag åren efter noteringen eller föreligger andra orsaker?



## Källförteckning

### Böcker

Berk, J. & DeMarzo, P. (2009), *Corporate Finance*, Pearson Education, Boston, Andra upplagan.

Kim, K. Nofsinger, J. & Mohr, D. (2009), *Corporate Governance*, Pearson Education, New Jersey, Tredje upplagan.

Körner, S. & Wahlgren, L. (2006) *Statistisk Dataanalys Studentlitteratur*, Lund Upplaga 4:6.

### Vetenskapliga artiklar

Astrachan, J. & McConaughy, D. (2001), *Venture Capitalists and Closely Held IPOs: Lessons for Family-Controlled Firms*, Family Business Review, Volym 14, Upplaga 4, Sidorna: 295-311

Chen, Z. Cheung, Y-L. Stouraitis, A. & Wong, A. (2005)  
*Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong*, Pacific-Basin Finance Journal, Volym 13, Upplaga 4, Sidorna 431-449.

Daily, C. Certo, T. & Dalton, D. (2005) *Investment bankers and IPO pricing: does prospectus information matter*, Journal of Business Venturing, Volym 20, Upplaga 1, Sidorna: 93-111

Clark, D. (2002) *A Study of the Relationship Between Firm Age- at- IPO and the Aftermarket Stock Performance*, Financial Markets, Institutions & Instruments, Volym 11, Upplaga 4, Sidorna 385-400

Das, S. Guo, R-J. & Zhang, H. (2006) *Analysts's Selective Coverage and Subsequent Performance of Newly Public Firms*, Journal of Finance, Volym 61, Upplaga 3, Sidorna 1159-1185.

Dunbar, C. & Foerster, S. (2008), *Second time lucky? Withdraw ipo that return to the market*, Journal of Financial Economics, Volym 87, Upplaga 3, Sidorna: 610-635

Fama, E. & French, K. (2004) ,*New lists: Fundamentals and survival rates*, Journal of Financial Economics, Volym 73, Upplaga 2, Sidorna:229-269

Jain, B. & Kini, O. (1994), *The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms*, Journal of Finance, Volym 49, Upplaga 5, Sidorna: 1699-1726

Pagano, M. Panetta, F. & Zingales, L. (1998) ,*Why Do Companies Go Public?-An Empirical Analysis*, Journal of Finance, Volym 53, Upplaga 1, Sidorna: 27-64

Rose, C. (2007), *Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence*, Corporate Governance: An International Review, Volym 15, Upplaga 2, Sidorna: 404-413.

Röell, A. (1996), *The decision to go public: An overview*, European Economic Review, Volym 40, Upplaga 3-5, Sidorna: 1071-1081

Yurtoglu, B. (2000), *Ownership, Control and Performance of Turkish Listed Firms*, Empirica, Volym 27, Upplaga 2, Sidorna 193-222

Wong, T.J. Teoh, S H. & Welch, I. (1998) ,*Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings*, Journal of Finance, Volym 53, Upplaga 6, Sidorna 1935-1974.

### **Övriga tidsskrifter och publiceringar**

Högholm, K. & Rydqvist, K.(1993) ,*The decision to go public: an empirical study of Swedish corporations*, Meddelande från Svenska Handelshögskolan 267, Helsingfors.

### **Internetkällor**

Aktiespararna *Börs eller lista? Håll koll på vad du handlar*

<http://www.aktiespararna.se/artiklar/Reportage/Bors-eller-lista-Hall-koll-pa-var-du-handlar/>

Hämtad 2011-05-12

Aktiespararna *Nya regler för bolagsstyrning*

<http://www.aktiespararna.se/artiklar/Reportage/Juridikskolan-del-3/> 2011-05-26

Aktiespararna *Olika listor* <http://www.aktiespararna.se/lar-dig-mer/Grundskolor/Aktiekunskap/Olika-listor/> Hämtad 2011-04-18

Aktiespararna *Ordlista* <http://www.aktiespararna.se/lar-dig-mer/Ordlista/#N> Hämtad 2011-05-12

AktieTorget *25 Listningar under 2010*

<http://www.aktietorget.se/QuoteStatistics.aspx?Year=2010&Type=1> Hämtad 2011-04-18

AktieTorget *Om AktieTorget och AktieTorget Service*

<http://www.aktietorget.se/AboutGeneral.aspx> Hämtad 2011-04-18

Capital Market(2004) *The Book Building Mechanism of IPOs*

<http://220.227.161.86/11142p198-206aug04.pdf> Hämtad 2011-05-11

Dagens Industri(2005) *Rosengren ännu stolt över Teliafiaskot*

<http://di.se/Templates/Public/Pages/ArticlePrint.aspx?pl=64883> ArticlePageProvider

Hämtad 2011-05-23

Dagens industri(2011) *Scania Large Cap* [www.di.se](http://www.di.se) Sök Scania B. Hämtad 2011-05-24

Entrepreneur Magazine, (2011), *Initial Public Offering*

<http://www.entrepreneur.com/encyclopedia/term/82272.html> Hämtad 2011-05-30

Ernst&Young(2010) *2010 Global IPO Update( January-November)*

[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global\\_IPO\\_update\\_Quartal\\_4-](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global_IPO_update_Quartal_4-2010/$FILE/2010%20Year%20End%20Global%20IPO%20update.pdf)

[2010/\\$FILE/2010%20Year%20End%20Global%20IPO%20update.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global_IPO_update_Quartal_4-2010/$FILE/2010%20Year%20End%20Global%20IPO%20update.pdf) Hämtad 2011-05-11

Ernst&Young(2009) *Shifting Landscape-Are you ready?*

[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global\\_IPO\\_trends\\_report\\_2009/\\$FILE/Global](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global_IPO_trends_report_2009/$FILE/Global_IPO_trends_report_2009%20.pdf)

[\\_IPO\\_trends\\_report\\_2009%20.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global_IPO_trends_report_2009/$FILE/Global_IPO_trends_report_2009%20.pdf) Hämtad 2011-04-13

Finansinspektionen(2011) *Börsinformation*

<http://www.fi.se/Regler/Borsbolag/Borsinformation/> Hämtad 2011-05-26

Konjunktursinstitutet(2011) *Statistik för konjunkturläget- prognosen i siffor*

<http://www.konj.se/1162.html?overviewid=5.3ebb718712ed6075a6780003668> Se BNP I

valda länder. Hämtad 2011-05-18

NASDAQ OMX Nordic(2011) *Changes to the List*

[http://nordic.nasdaqomxtrader.com/newsstatistics/corporateactions/Stockholm/Changes\\_to\\_the\\_List/](http://nordic.nasdaqomxtrader.com/newsstatistics/corporateactions/Stockholm/Changes_to_the_List/) Hämtad 2011-04-13

NASDAQ OMX Nordic(2010) *Corporate actions 2010*

<http://www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth/nyheter/corporateactions/2010/> Hämtad 2011-05-16

NASDAQ OMX Nordic(2011) *Hur gör man för att lista bolaget?*

<http://www.nasdaqomx.com/listingcenter/firstnorth/> Hämtad 2011-04-18

NASDAQ OMX Nordic(2011) *List of Certified Advisers*

<http://www.nasdaqomx.com/listingcenter/firstnorth/certifiedadvisers/> Hämtad 2011-04-18

NASDAQ OMX Nordic(2011) *NASDAQ OMX NORDIC*

<http://www.nasdaqomx.com/listingcenter/nordicmarket/> Hämtad 2011-04-18

NASDAQ OMX Nordic(2011) *Notering av aktier i Stockholm*

<http://www.nasdaqomx.com/listingcenter/nordicmarket/equities/stockholm/> Hämtad 2011-04-18

NASDAQ OMX Nordic(2011) *Noteringar*

<http://www.nasdaqomxnordic.com/Nyheter/noteringar/> Hämtad 2011-04-13

NASDAQ OMX Nordic(2011) *Om NASDAQ OMX*

[http://www.nasdaqomxnordic.com/about\\_us?languageId=3](http://www.nasdaqomxnordic.com/about_us?languageId=3) Hämtad 2011-04-13

NASDAQ OMX Nordic(2011) *OMX Stockholm\_PI*

[http://www.nasdaqomxnordic.com/index/index\\_info?Instrument=SE0000744195](http://www.nasdaqomxnordic.com/index/index_info?Instrument=SE0000744195) Hämtad 2011-05-16

NASDAQ OMX (2010) *Rules for the Construction and Maintenance of the NASDAQ OMX and Oslo Børs All-Share, Benchmark, Tradable and Sector Indexes.*

[https://indexes.nasdaqomx.com/docs/Methodology\\_NASDAQ\\_OMX\\_and\\_Oslo\\_Bors\\_Equity\\_Indexes.pdf](https://indexes.nasdaqomx.com/docs/Methodology_NASDAQ_OMX_and_Oslo_Bors_Equity_Indexes.pdf) hämtad 2011-05-23

Nationalencyklopedin(2011) Börsintroduktion

<http://www.ne.se/b%C3%B6rsintroduktion> Hämtad 2011-05-12

Nordea(2011) *Introduktion för blivande aktieägare*

<http://www.nordea.se/Privat/Spara+och+placera/Verktyg+och+hj%C3%A4lpmedel/Introduktion+f%C3%B6r+blivande+aktie%C3%A4gare/203934.html> Hämtad 2011-05-23

Nordic Growth Market(2011) Dokumentarkiv <http://www.ngm.se/> Se dokument, NGM-börsen, marknadsöversikt, sedan listförändringar. Hämtad 2011-05-16

Nordic Growth Market(2011) Listning på Nordic MTF(oreglerad marknad)

<http://www.nordicmtf.se/> Se Nordic MFT- bolag, sedan listningskrav. Hämtad 2011-04-18

Nordic Growth Market(2011) *Nordic MTF* <http://www.nordicmtf.se/> Se Nordic MFT- bolag, sedan listning. Hämtad 2011-04-13

Riksbanken (2001) *Den svenska finansmarknaden 2000,*

<http://www.riksbank.se/upload/bilder/Finansmarknaden00.pdf> Hämtad 2011-04-13

Riksbanken(2010) *Den svenska finansmarknaden 2010,*

[http://www.riksbank.se/upload/Dokument\\_riksbank/Kat\\_publicerat/Rapporter/2010/finansmarknaden\\_2010\\_sv.pdf](http://www.riksbank.se/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Rapporter/2010/finansmarknaden_2010_sv.pdf) Hämtad 2011-04-13

Riksbankens (2011) *Årsgenomsnitt(ackumulerat) på valutakurser*

<http://www.riksbank.se/templates/stat.aspx?id=16749> Hämtad 2011-05-23

Retriever *Retriever* <http://www.retriever.se/> Hämtad 2011-05-26

Retriever *Om retriever* <https://www.retriever-info.com/se/om-retriever.html> Hämtad 2011-05-26

Pörssisäätiö Börsstiftelsen(2009) *Börsnotering som konkurrensfördel*

<http://www.porssisaatio.fi/sv/artiklar/borsnotering-som-konkurrensfordel> Hämtad 2011-04-18

Sparekonomen.se *Marknadsrisk* <http://www.sparekonomen.se/fonder/ordlista/marknadsrisk/> Hämtad 2011-05-24

Swedbank *Mer om börslistor* [http://www.swedbank.se/privat/spara-och-placera/aktier/lar-dig-allt-om-aktiehandel/aktieskola/sa-har-laser-du-borslistor/index.htm?contentid=OID\\_518053\\_SV](http://www.swedbank.se/privat/spara-och-placera/aktier/lar-dig-allt-om-aktiehandel/aktieskola/sa-har-laser-du-borslistor/index.htm?contentid=OID_518053_SV)

Hämtad 2011-04-18

Tv8 (2009) *Telia börsintroduceras, en miljon svenskar köper "folkaktien"*

<http://www.tv8.se/blog/malmqvists-milstolpar/2009/11/11/62-telia-boersintroduceras-en-miljon-svenskar-koeper-folkaktie> Hämtad 2011-05-23

### **Telefonintervjuer**

*Per Hödberg*, NASDAQ OMX 2011-05-23

*Viktor Hemgren*, AktieTorget, 2011-05-23

## **Årsredovisningar**

### **Årsredovisningar 2002**

Lapland Goldminers AB

Millicom International Cellular S.A. AB

NOTE AB

Oriflame Cosmetics S.A. AB

Tethys Oil AB

### **Årsredovisningar 2003**

BE Group AB

Connecta AB

Hakon Invest AB

### **Årsredovisning 2003/2004**

Hemtex AB

### **Årsredovisningar 2004**

BE Group AB

Björn Borg AB

Connecta AB

Diös Fastigheter AB

Electra Gruppen AB

Insplanet AB

Lapland Goldminers AB

Lindab International AB

LinkMed AB

Mediaprovider Scandinavia AB

Melker Schörling AB

Millicom International Cellular S.A. AB

Note AB

Orexo AB

Oriflame Cosmetics S.A AB

Real Estate Investment Company AB

Seamless Distribution AB

Swedish Orphan Biovitrum AB

Swedol AB

Tethys Oil AB

Tilgin AB

### **Årsredovisning 2004/2005**

Ageri Holding AB

Avega AB

Hemtex AB

Keynote Media Group AB

Lovisagruvan AB

Novus Group AB

Unlimited Travel Group AB

### **Årsredovisning 2005**

Aerocrine AB

Agellis Group AB

Allokton AB

AllTele Allmänna Svenska  
Telefonaktiebolaget AB

Aqualiv AB

Bahnhof AB

Catering Please AB C-RAD AB

Cybaero AB

Diadrom AB

Dibs Payment Services AB

Done Management & Systems AB

Duni AB

Enjoy Group AB

Hakon Invest AB

Hammar Invest AB

HMS Networks AB

Indutrade AB

Nederman Holding AB

Odd Molly AB

Online brands AB Railcare AB

Orexo AB

Resurs CNC AB

SJR in Scandinavia AB

Svenska Capital Oil AB

Tradedoubler AB

West International AB

**Årsredovisning 2005/2006**

Devicom AB

East Capital Explorer AB

EOS Russia AB

Fundior AB

Hemtex AB

KappAhl AB

SeaNet Maritime Communication AB

Systemair AB

Vinovo AB

Årsredovisning 2006

Allokton AB

BE Group AB

Björn Borg AB

Connecta AB

Dannemora Mineral AB

Diös Fastigheter AB

Electra Gruppen AB

Endomines AB

ICT Fastigheter

Insplanet AB

Lapland Goldminers AB

Lindab International AB

LinkMed AB

Mediaprovider Scandinavia AB

Melker Schörling AB

Millicom International Cellular S.A. AB

Mobispine AB

Net jobs AB

New Nordic Healthbrands AB

Nordic Mines AB

NOTE AB

Oriflame Cosmetics S.A. AB



PV Enterprice Sweden AB  
Real Estate Investment Company AB  
Redbet Holding AB  
Rezidor Hotel Group AB  
RusForest AB  
Scanworld Travelpartner AB  
Seamless Distribution AB  
Swedish Orphan Biovitrum AB  
Swedol AB  
Tethys Oil AB  
Tilgin AB

**Årsredovisning 2006/2007**

Aqeri Holding AB  
Avega AB  
East Capital Explorer AB  
Hemtex AB  
KappAhl AB  
Keynote Media Group AB  
Kopparberg Mineral AB  
Lovisagruvan AB  
Scanworld Travelpartner AB  
Unlimited Travel Group AB  
Vinovo AB

**Årsredovisningar 2007**

Aerocrine AB  
Agellis Group AB

AllTele Allmänna Svenska  
Telefonaktiebolaget AB  
Aqeri Holding AB  
Aqualiv AB  
Bahnhof AB  
Black Earth Farming Ltd AB  
Capilon AB  
Catering Please AB  
C-RAD AB  
Cybaero AB  
Dannemora Mineral AB  
Devicom AB  
Diadrom AB  
Dibs Payment Services AB  
Done Management & Systems AB  
Duni AB  
Endomines AB  
Enjoy Group AB  
EOS Russia AB  
Eurocon AB  
Fundior AB  
Hakon Invest AB  
Hammar Invest AB  
HMS Networks AB  
ICT Fastigheter  
Indutrade AB  
Mobispine AB

NAXS Buy-Out-Fund AB  
Nederman Holding AB  
New Nordic Healthbrands AB  
Odd Molly AB  
Online brands AB Railcare AB  
Orexo AB  
Resurs CNC AB  
SeaNet Maritime Communication AB  
SJR in Scandinavia AB  
Svenska Capital Oil AB  
Tradedoubler AB  
Transferator AB  
West International AB

**Årsredovisningar 2007/2008**

Hemtex AB  
Systemair AB

**Årsredovisningar 2008**

Allokton AB  
Avega AB  
Diös Fastigheter AB  
Electra Gruppen AB  
Insplanet AB  
Lindab International AB  
LinkMed AB  
Mediaprovider Scandinavia AB  
Melker Schörling AB

Real Estate Investment Company AB  
Rezidor Hotel Group AB  
RusForest AB  
Seamless Distribution AB  
Star Vault AB  
Swedish Orphan Biovitrum AB  
Swedol AB  
Tilgin AB  
Towork Sverige AB

**Årsredovisningar 2008/2009**

Kopparberg Mineral AB  
Novus Group AB  
Unlimited Travel Group AB

**Årsredovisningar 2009**

Aerocrine AB  
Agellis Group AB  
AllTele Allmänna Svenska  
Telefonaktiebolaget AB  
Aqualiv AB  
Bahnhof AB  
Capilon AB  
Catering Please AB  
C-RAD AB  
Cybaero AB  
Dannemora Mineral AB  
Devicom AB

Diadrom AB	Systemair AB
Dibs Payment Services AB	
Done Management & Systems AB	<b>Prospekt 2007</b>
Duni AB	Aerocrine AB
East Capital Explorer AB	Agellis Group AB
Enjoy Group	Alltele AB
Eos Russia AB	Aqualiv AB
Eurcocon AB	Avega AB
Fundior AB	Björn Borg AB
HMS Networks AB	Black Earth Farming Limited AB
ICT Fastigheter	Cybaero AB
Keynote Media Group	Diadrom Holding AB
Lovisagruvan	Dibs Payment Service AB
Mobispine AB	Diös Fastigheter AB
NAXS Buy-Out-Fund AB	Done Management & System AB
Nederman Holding AB	Duni AB
New Nordic Healthbrands	Enjoy Group AB
Odd Molly AB	Eurocon Consulting AB
Online brands AB Railcare AB	Hammar Invest AB
Resurs CNC AB	Mobispine AB
SeaNet Maritime Communication AB	Novus Group International AB
SJR in Scandinavia AB	Odd Molly International AB
Star Vault AB	Orexo AB
Svenska Capital Oil AB	Resurs CNC AB
Transferator AB	
West International AB	
Årsredovisningar 2009/2010	

Russian Real Estate Investment Company  
AB

West International AB

Önskefoto AB

### **Undersökta företags hemsidor**

[www.aerocrine.com](http://www.aerocrine.com)

[www.agellis.com](http://www.agellis.com)

[www.alltele.se](http://www.alltele.se)

[www.aqualiv.se](http://www.aqualiv.se)

[www.avega.se](http://www.avega.se)

[www.bahnhof.se](http://www.bahnhof.se)

[www.begroup.com](http://www.begroup.com)

[www.bjornborg.com](http://www.bjornborg.com)

[www.blackearthfarming.com](http://www.blackearthfarming.com)

[www.cybaero.se](http://www.cybaero.se)

[www.devicom.se](http://www.devicom.se)

[www.diadrom.se](http://www.diadrom.se)

[www.dibs.se](http://www.dibs.se)

[www.dios.se](http://www.dios.se)

[www.done.se](http://www.done.se)

[www.duni.com](http://www.duni.com)

[www.electra.se](http://www.electra.se)

[www.enjoysales.se](http://www.enjoysales.se)

[www.eurocon.se](http://www.eurocon.se)

[www.fundior.se](http://www.fundior.se)

[www.hakoninvest.se](http://www.hakoninvest.se)

[www.hammarinvest.se](http://www.hammarinvest.se)

[www.hemtex.com](http://www.hemtex.com)

[www.hms.se](http://www.hms.se)

[www.indutrade.se](http://www.indutrade.se)

[www.insplanet.se](http://www.insplanet.se)

[www.kappahl.com](http://www.kappahl.com)

[www.lindabgroup.com](http://www.lindabgroup.com)

[www.linkmed.se](http://www.linkmed.se)

[www.mediaprovider.se](http://www.mediaprovider.se)

[www.melkerschorlingab.se](http://www.melkerschorlingab.se)

[www.Mobispine.com](http://www.Mobispine.com)

[www.nederman.se](http://www.nederman.se)

[www.netjobs.com](http://www.netjobs.com)

[www.newnordic.se](http://www.newnordic.se)

[www.note.eu](http://www.note.eu)

[www.novusgroup.se](http://www.novusgroup.se)

[www.oddmolly.com](http://www.oddmolly.com)

[www.onlinebrands.se](http://www.onlinebrands.se)

[www.orexo.com](http://www.orexo.com)

[www.oriflame.se](http://www.oriflame.se)

[www.pvesweden.se](http://www.pvesweden.se)

[www.resursbemanning.se](http://www.resursbemanning.se)

[www.rezidor.com](http://www.rezidor.com)

[www.ruric.se](http://www.ruric.se)

[www.sjr.se](http://www.sjr.se)

[www.sobi.com](http://www.sobi.com)

[www.Swedol.se](http://www.Swedol.se)

[www.tilgin.com](http://www.tilgin.com)

[www.tradedoubler.com](http://www.tradedoubler.com)

[www.westinternational.se](http://www.westinternational.se)

[www.unlimitedtravelgroup.se](http://www.unlimitedtravelgroup.se)

## Bilaga 1

Beräkning av indexförändring per år på index: OMX Stockholm PI, (*Price index*) justerat för: utdelningen, splitt och emissioner

Förkortningar

- A Stängningskurs (SEK) sista handelsdagen året innan aktuellt år
- B Stängningskurs (SEK) sista handelsdag aktuellt år
- C Procentuell indexförändring

År	A	B	C
2000	326,67	287,61	-12%
2001	287,61	239,06	-17%
2002	239,06	149,57	-37%
2003	149,57	194,17	30%
2004	194,17	228,41	18%
2005	228,41	302,91	33%
2006	302,91	374,47	24%
2007	374,47	351,84	-6%
2008	351,84	204,22	-42%
2009	204,22	299,5	47%
2010	299,5	368,54	23%

Källa:

Nasdaq OMX Nordic(2011) *OMX Stockholm\_PI*

[http://www.nasdaqomxnordic.com/index/index\\_info?Instrument=SE0000744195](http://www.nasdaqomxnordic.com/index/index_info?Instrument=SE0000744195) Hämtad

2011-05-16

## Bilaga 2

Antalet förstagångsnoteringar vid respektive marknadsplats

Förkortningar

A	Aktietorget	D	NGM
B	NASDAQ OMX Stockholm	E	Totalt
C	First North		

År	A	B	C	D	E
2000	0	34	0	7	41
2001	0	22	0	3	25
2002	0	7	0	2	9
2003	0	1	0	1	2
2004	0	4	15	4	23
2005	0	5	10	11	26
2006	0	9	38	6	53
2007	23	6	39	4	72
2008	30	1	6	7	44
2009	19	0	2	1	22
2010	25	3	9	0	37

Källa:

AktieTorget (2010) *25 Listningar under 2010*

<http://www.aktietorget.se/QuoteStatistics.aspx?Year=2010&Type=1> Hämtad 2011-05-16

Nasdaq OMX Nordic(2011) *Changes to the List*

[http://nordic.nasdaqomxtrader.com/newsstatistics/corporateactions/Stockholm/Changes\\_to\\_the\\_List/](http://nordic.nasdaqomxtrader.com/newsstatistics/corporateactions/Stockholm/Changes_to_the_List/) Hämtad 2011-04-13

NASDAQ OMX Nordic (2010) *Corporate actions 2010*

<http://www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth/nyheter/corporateactions/2010/> Hämtad 2011-05-16

Nordic Growth Market(2011) Dokumentarkiv <http://www.ngm.se/> Se dokument, NGM-börsen, marknadsöversikt, sedan listförändringar. Hämtad 2011-05-16

### Bilaga 3

#### Wilcoxon's test

Wilcoxon-Test Alla

Variables: Aktieutveckling Index		Aktie
Differences	N	Rank-Sum
Negative	27	547
Positive	23	728
Zero	0	
		<b>P</b>
		0,382324294

Tablå 2

Wilcoxon-Test Omsättning >0,5 miljarder SEK

Variables: Aktieutveckling Index		Aktie
Differences	N	Rank-Sum
Negative	7	42
Positive	9	94
Zero	0	
		<b>P</b>
		0,178810026

Tablå 4

Wilcoxon-Test Omsättning <0,5 miljarder SEK

Variables: Aktieutveckling Index		Aktie
Differences	N	Rank-Sum
Negative	20	281
Positive	14	314
Zero	0	
		<b>P</b>
		0,777872584

Tablå 6

Wilcoxon-Test <10 år vid börsintroduktion

Variables: Aktieutveckling Index		Aktie
Differences	N	Rank-Sum
Negative	18	227
Positive	10	179
Zero	0	
		<b>P</b>
		0,584712556

Tablå 8

Wilcoxon-Test >10 år vid börsintroduktion

Variables: Aktieutveckling Index		Aktie
Differences	N	Rank-Sum
Negative	9	66
Positive	13	187
Zero	0	
		<b>P</b>
		0,049510167

Tablå 10

Wilcoxon-Test >20 år vid börsnotering

Variables: Aktieutveckling Index		Aktie
Differences	N	Rank-Sum
Negative	6	29
Positive	5	37
Zero	0	
		<b>P</b>
		0,722107653

Tablå 12

Wilcoxon-Test Minst 1 ägare >20%

Variables: Aktieutveckling Index		Aktie
Differences	N	Rank-Sum
Negative	20	296
Positive	16	370
Zero	0	
		<b>P</b>
		0,561044162

Tablå 14

Wilcoxon-Test Ingen ägare med >20%

Variables: Aktieutveckling Index		Aktie
Differences	N	Rank-Sum
Negative	3	8
Positive	7	47
Zero	0	
		<b>P</b>
		0,046853285

Tablå 16



Wilcoxon-Test 2 eller fler ägare med >20%

Variables: Aktieutveckling Aktie

Differences	Index	N	Rank-Sum
Negative		4	14
Positive		3	14
Zero		0	
			<b>P</b>
			1

Tablå 18

Wilcoxon-Test Ägare med >50%

Variables: Aktieutveckling Aktie

Differences	Index	N	Rank-Sum
Negative		2	3
Positive		6	33
Zero		0	
			<b>P</b>
			0,0356919

Tablå 20. Visar hur en aktieägare med >50% påverkar aktietillväxten

Wilcoxon-Test Ägare med >50%

Variables: Aktieutveckling Aktie

Differences	Index	N	Rank-Sum
Negative		2	3
Positive		6	33
Zero		0	
			<b>P</b>
			0,0356919

Tablå 22

Wilcoxon-Test Minst 1 kvinna i styrelsen

Variables: Aktieutveckling Aktie

Differences	Index	N	Rank-Sum
Negative		13	102
Positive		13	249
Zero		0	
			<b>P</b>
			0,061936322

Tablå 24

Wilcoxon-Test Minst 1/3 kvinnor i styrelsen

Variables: Aktieutveckling Aktie

Differences	Index	N	Rank-Sum
Negative		4	11
Positive		3	17
Zero		0	
			<b>P</b>
			0,61208988

Tablå 26

Wilcoxon-Test Alla

Variables: Efter Före

Nettoomsättnings-tillväxt

Differences	N	Rank-Sum
Negative	25	503
Positive	16	358
Zero	0	
		<b>P</b>
		0,347483836

Tablå 1

Wilcoxon-Test Omsättning >0,5 miljarder SEK

Variables: Efter Före

Nettoomsättnings-tillväxt

Differences	N	Rank-Sum
Negative	10	78
Positive	5	42
Zero	0	
		<b>P</b>
		0,306624123

Tablå 3

Wilcoxon-Test <10 år vid börsintroduktion

Variables: Efter Före

Nettoomsättnings-tillväxt

Differences	N	Rank-Sum
Negative	11	120
Positive	11	133
Zero	0	
		<b>P</b>
		0,832866416

Tablå 5

Wilcoxon-Test <10 år vid börsintroduktion

Variables: Efter Före

Nettoomsättnings-tillväxt

Differences	N	Rank-Sum
Negative	11	120
Positive	11	133
Zero	0	
		<b>P</b>
		0,832866416

Tablå 7

Wilcoxon-Test >10 år vid börsintroduktion

Variables: Efter Före

Nettoomsättnings-tillväxt

Differences	N	Rank-Sum
Negative	14	147
Positive	5	43
Zero	0	
		<b>P</b>
		0,036385461

Tablå 9

Wilcoxon-Test >20 år vid börsnotering

Variables: Efter Före

Nettoomsättnings-tillväxt

Differences	N	Rank-Sum
Negative	8	52
Positive	3	14
Zero	0	
		<b>P</b>
		0,091160794

Tablå 11

Wilcoxon-Test Minst 1 ägare >20%

Variables: Efter Före

Nettoomsättnings-tillväxt

Differences	N	Rank-Sum
Negative	21	315
Positive	9	150
Zero	0	
		<b>P</b>
		0,089717838

Tablå 13

Wilcoxon-Test Ingen ägare med >20%

Variables: Efter Före

Nettoomsättnings-tillväxt

Differences	N	Rank-Sum
Negative	4	18
Positive	4	18
Zero	0	
		<b>P</b>
		1

Tablå 15

Wilcoxon-Test

2 eller fler ägare med >20%  
Nettoomsättnings-  
tillväxt

Variables: Efter  
Före

Differences	N	Rank-Sum
Negative	3	10
Positive	3	11
Zero	0	
		<b>P</b>
		0,916511908

Tablå 17

Wilcoxon-Test

Ägare med >50%  
Nettoomsättnings-  
tillväxt

Variables: Efter  
Före

Differences	N	Rank-Sum
Negative	3	8
Positive	3	13
Zero	0	
		<b>P</b>
		0,600179487

Tablå 19

Wilcoxon-Test

Inga kvinnor i styrelsen  
Nettoomsättnings-  
tillväxt

Variables: Efter  
Före

Differences	N	Rank-Sum
Negative	10	81
Positive	7	72
Zero	0	
		<b>P</b>
		0,831310208

Tablå 21

Wilcoxon-Test

Minst 1 kvinna i styrelsen  
Nettoomsättnings-  
tillväxt

Variables: Efter  
Före

Differences	N	Rank-Sum
Negative	15	188
Positive	9	112
Zero	0	
		<b>P</b>
		0,277605418

Tablå 23

Wilcoxon-Test

Minst 1/3 kvinnor i styrelsen  
Nettoomsättnings-  
tillväxt

Variables: Efter  
Före

Differences	N	Rank-Sum
Negative	3	10
Positive	3	11
Zero	0	
		<b>P</b>
		0,916511908

Tablå 25

## Bilaga 4

### Förkortningar

A = En eller fler ägare med >20%

B = Två eller fler ägare med >20%

C = Ägare med >50%

D = >10 år vid börsnotering

E = >20 år vid börsnotering

F = Minst 1 kvinna i styrelsen

G = 1/3 eller fler kvinnor i styrelsen

H = Nettoomsättning >0,5 miljarder SEK

Aktieförändring										
Företag	A	B	C	D	E	F	G	H	Aktieförändring	Index
Aerocrine AB	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	-77%	5%
Agellis Group	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	-91%	-48%
AllTele	-	-	-	Nej	Nej	Ja	Nej	Nej	-	-
Aqualiv AB	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	-97%	-22%
Avega AB	Ja	Nej	Ja	Nej	Nej	Ja	Nej	Nej	28%	-48%
Bahnhof AB	Ja	Nej	Ja	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	196%	-22%
BE Group AB	Ja	Nej	Nej	Ja	Ja	Ja	Nej	Ja	-30%	-20%
Björn borg	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	-	-
Black Earth Farming Ltd	Ja	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	-47%	-48%
Cybaero AB	-	-	-	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	-88%	-48%
Devicom	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	-60%	-22%
Diadrom AB	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	10%	-48%
Dibs Payment Services AB	Ja	Nej	Nej	Ja	Nej	Ja	Nej	Nej	85%	-48%
Diös Fastigheter AB	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Ja	Nej	Nej	8931%	-20%
Done Management & Systems AB	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	12%	-48%
Duni AB	Ja	Ja	Nej	Ja	Nej	Ja	Ja	Ja	46%	5%
Electra Gruppen AB	Ja	Nej	Nej	Ja	Ja	Ja	Nej	Ja	-17%	-54%
Enjoy Group	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	-42%	-22%
Eurocon	Nej	Nej	Nej	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	46%	-22%
Fundior	-	-	-	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	-99%	-22%
Hakon Invest AB	Nej	Nej	Ja	Nej	Nej	Ja	Nej	Ja	16%	-33%
Hammar Invest	-	-	-	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	-99%	-22%
Hemtex AB	Nej	Nej	Nej	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	-74%	-33%
HMS Networks AB	Nej	Nej	Nej	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	46%	5%
Indutrade AB	Ja	Nej	Nej	Ja	Ja	Ja	Nej	Ja	2%	-33%
Insplanet	Ja	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	29%	-54%
KappAhl AB	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	Ja	Ja	Ja	53%	-20%
Lindab International AB	Ja	Nej	Nej	Ja	Ja	Ja	Nej	Ja	-33%	-20%
LinkMed AB	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Ja	Ja	Nej	-47%	-20%
Mediaprovider Scandinavia AB	Ja	Ja	Nej	Ja	Nej	Ja	Nej	Nej	-68%	-54%
Melker Schörling AB	Ja	Nej	Ja	Nej	Nej	Ja	Nej	Ja	21%	-54%
Mobispine AB	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	-95%	-22%
Nederman Holding Aktiebolag	Ja	Nej	Nej	Ja	Ja	Nej	Nej	Ja	14%	5%
Netjobs group	Ja	Nej	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	-82%	-54%
New Nordic Healthbrands AB	-	-	-	Nej	Nej	Ja	Ja	Nej	-85%	-48%
NOTE AB	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	Ja	Nej	Ja	-3%	54%
Novus Group AB	Ja	Nej	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	-65%	-22%
Odd Molly AB	Nej	Nej	Nej	Ja	Nej	Ja	Ja	Nej	86%	-48%
online Brands (Önskefoto AB)	Ja	Nej	Nej	Ja	Ja	Nej	Nej	Nej	-68%	-48%
Orexo AB	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	Ja	Nej	Nej	-60%	-33%
Oriflame Cosmetics S.A.	Ja	Nej	Nej	Ja	Ja	Ja	Nej	Ja	117%	54%
PV Enterprise Sweden AB	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	-19%	-54%
Resurs CNC AB	Ja	Ja	Nej	Nej	Nej	Ja	Nej	Nej	-78%	-48%
Rezidor Hotel Group AB	Ja	Nej	-	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	-53%	-20%
Russian Real Estate Investment	Ja	Ja	Nej	Nej	Nej	Ja	Nej	Nej	-94%	-54%
SJR in Scandinavia AB	Ja	Nej	Ja	Ja	Nej	Ja	Nej	Nej	56%	-48%
Swedish Orphan Biovitrum AB	Ja	Ja	Nej	Ja	Ja	Ja	Nej	Ja	-44%	-20%
Swedol AB	Ja	Nej	Ja	Ja	Ja	Ja	Nej	Ja	82%	-54%
Tilgin AB	Ja	Nej	Nej	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	-91%	-20%
TradeDoubler AB	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Ja	Nej	Ja	-66%	-33%
Unlimited Travel Group AB	Nej	Nej	Nej	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	-16%	-54%
West International AB	Ja	Nej	Nej	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	-62%	-48%

## Nettoomsättningstillväxt

Företag	A	B	C	D	E	F	G	H	Efter	Före
Aerocrine AB	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	14%	81%
Agellis Group	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	-8%	281%
AllTele	-	-	-	Nej	Nej	Ja	Nej	Nej	171%	144%
Aqualiv AB	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	145%	55%
Avega AB	Ja	Nej	Ja	Nej	Nej	Ja	Nej	Nej	38%	67%
Bahnhof AB	Ja	Nej	Ja	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	-	-
BE Group AB	Ja	Nej	Nej	Ja	Ja	Ja	Nej	Ja	8%	12%
Björn borg	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	64%	5%
Black Earth Farming Ltd	Ja	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	-	-
Cybaero AB	-	-	-	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	794%	-90%
Devicom	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	13%	17%
Diadrom AB	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	-6%	46%
Dibs Payment Services AB	Ja	Nej	Nej	Ja	Nej	Ja	Nej	Nej	26%	29%
Diös Fastigheter AB	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Ja	Nej	Nej	-	-
Done	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	-3%	36%
Duni AB	Ja	Ja	Nej	Ja	Nej	Ja	Ja	Ja	3%	4%
Electra Gruppen AB	Ja	Nej	Nej	Ja	Ja	Ja	Nej	Ja	-9%	15%
Enjoy Group	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	15%	8%
Eurocon	Nej	Nej	Nej	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	-	-
Fundior	-	-	-	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	-	-
Hakon Invest AB	Nej	Nej	Ja	Nej	Nej	Ja	Nej	Ja	35%	-2%
Hammar Invest	-	-	-	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	-	-
Hemtex AB	Nej	Nej	Nej	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	35%	28%
HMS Networks AB	Nej	Nej	Nej	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	-3%	23%
Indutrade AB	Ja	Nej	Nej	Ja	Ja	Ja	Nej	Ja	22%	9%
Insplanet	Ja	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	8%	98%
KappAhl AB	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	Ja	Ja	Ja	-	-
Lindab International AB	Ja	Nej	Nej	Ja	Ja	Ja	Nej	Ja	14%	18%
LinkMed AB	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Ja	Ja	Nej	315%	-7%
Mediaprovider Scandinavia AB	Ja	Ja	Nej	Ja	Nej	Ja	Nej	Nej	49%	13%
Melker Schörling AB	Ja	Nej	Ja	Nej	Nej	Ja	Nej	Ja	-18%	-56%
Mobispine AB	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	2015%	38%
Nederman Holding Aktiebolag	Ja	Nej	Nej	Ja	Ja	Nej	Nej	Ja	2%	14%
Netjobs group	Ja	Nej	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	-	-
New Nordic Healthbrands AB	-	-	-	Nej	Nej	Ja	Ja	Nej	12%	6%
NOTE AB	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	Ja	Nej	Ja	25%	33%
Novus Group AB	Ja	Nej	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	279%	20%
Odd Molly AB	Nej	Nej	Nej	Ja	Nej	Ja	Ja	Nej	64%	148%
Online Brands	Ja	Nej	Nej	Ja	Ja	Nej	Nej	Nej	-7%	2%
Orexo AB	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	Ja	Nej	Nej	35%	156%
Oriflame Cosmetics S.A.	Ja	Nej	Nej	Ja	Ja	Ja	Nej	Ja	17%	11%
PV Enterprise Sweden AB	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	-	-
Resurs CNC AB	Ja	Ja	Nej	Nej	Nej	Ja	Nej	Nej	-24%	41%
Rezidor Hotel Group AB	Ja	Nej	-	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	5%	19%
Russian Real Estate Investment	Ja	Ja	Nej	Nej	Nej	Ja	Nej	Nej	-	-
SJR in Scandinavia AB	Ja	Nej	Ja	Ja	Nej	Ja	Nej	Nej	11%	57%
Swedish Orphan Biovitrum AB	Ja	Ja	Nej	Ja	Ja	Ja	Nej	Ja	-2%	37%
Swedol AB	Ja	Nej	Ja	Ja	Ja	Ja	Nej	Ja	27%	43%
Tilgin AB	Ja	Nej	Nej	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	-37%	207%
TradeDoubler AB	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Ja	Nej	Ja	57%	106%
Unlimited Travel Group AB	Nej	Nej	Nej	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	-	-
West International AB	Ja	Nej	Nej	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	13%	9%