



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen

FEKH89

Examensarbete i Finansiering på kandidatnivå

Vårterminen 2014

Påverkar tidigare M&A-aktiviteter värderingen av IPOs?

En studie av svenska bolags underprissättning

Författare:

Adam Sandberg

Christian Saxin

Niklas Wetterling

Handledare:

Rikard Larsson

Förord

Denna uppsats utgör vårt avslutande moment på kandidatutbildningen i ekonomi med finansiell inriktning på Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet. Utbildningen har varit både rolig och lärorik och vi kommer se tillbaka på vår studietid med mycket glädje.

Vi vill rikta ett stort tack till vår handledare Rikard Larsson som bidragit med många värdefulla idéer och kommentarer under arbetets gång. Vi vill även tacka Annika Sigfrid och Philip Barsk på Nordea för att ni tog er tid att ställa upp på en intervju som gav oss mycket värdefull information.

Trevlig läsning!

Adam Sandberg, Christian Saxin och Niklas Wetterling

Lund 2014-05-31

Sammanfattning

Titel:	Påverkar tidigare M&A-aktiviteter värderingen av IPOs? - En studie av svenska bolags underprissättning
Seminariedatum:	4 juni 2014
Kurs:	FEKH89, Examensarbete i Finansiering på kandidatnivå 15hp
Författare:	Adam Sandberg, Christian Saxin och Niklas Wetterling
Handledare:	Rikard Larsson
Nyckelord:	Underprissättning, Uppköp, Börsnotering, Prospekt, Regression
Syfte:	Syftet med studien är att på den svenska marknaden undersöka om underprissättningen storlek beror på det börsintroducerande företags förvärvshistoria eller dess framtida förvävsstrategi.
Metod:	Studien är en kvantitativ undersökning som kompletterats av en kvalitativ expertintervju med en börsnoterings-expert.
Teoretiska perspektiv:	Teoriavsnittet utgörs av tidigare forskning inom förvärv och fusioner samt inom börsintroduktioner. Studien redogör även för det begränsade ämnesområdet som behandlar relationen mellan förvärv och börsnoteringar.
Empirisk metod:	Datansamling har skett från prospekt och en expertintervju. Den kvantitativa datansamlingen ligger till grund för den multipla regressionsanalysen. Expertintervjun analyseras med hjälp av teorin.
Slutsats:	Studien har inte funnit några signifikanta samband mellan storleken på underprissättningen och de enligt hypoteserna upprättade variablerna; Förvärv totalt, Förvärv senaste 4 åren, År sedan senaste förvärv och Uttalad förvävsstrategi. Den slutsats som går att dra är att man även måste beakta förvärvets storlek och det uppköpande företags förmåga att integrera det uppköpta företaget för att kunna uttala sig mer korrekt om påverkan på underprissättningen.

Abstract

- Title:** Do previous M&A activities affect the valuation of IPOs?
- A study of Swedish companies underpricing.
- Seminar date:** June 4, 2014
- Course:** FEKH89, Degree Project Undergraduate level, Business Administration, Undergraduate level, 15 ECTS
- Authors:** Adam Sandberg, Christian Saxin and Niklas Wetterling
- Advisor:** Rikard Larsson
- Key words:** Underpricing, merger and acquisition, IPO, prospect, regression
- Purpose:** The purpose of the study is to, in the Swedish market, investigate if the underpricing size depends on the IPO company's M&A history or its future M&A strategy.
- Methodology:** The study is a quantitative research that is supported by a qualitative expert interview with an IPO-expert.
- Theoretical perspectives:** The theory section is comprised of earlier research in M&As and in IPOs. The study also describes the limited field of study that deals with the relationship between M&As and IPOs.
- Empirical foundation:** The data was collected from prospectus and the expert interview. The quantitative data collection forms the basis to the multiple regression analysis. The expert interview is analyzed with help of the theory.
- Conclusion:** The study showed no significant correlation between the size of underpricing and the variables established from the hypotheses; The total purchase, Acquisitions under the past 4 years, Years since last acquisition and the pronounced acquisition strategy. The conclusion that can be drawn is that one must also consider the size of the acquisition and the acquiring company's ability to integrate the acquired company, to be able to be more accurate about the impact on underpricing.

Innehållsförteckning

1. Inledning.....	7
1.1 Bakgrund	7
1.2 Problemdiskussion	8
1.3 Problemformulering.....	10
1.4 Syfte.....	10
1.5 Avgränsningar.....	10
1.6 Disposition.....	11
2. Teoretisk referensram.....	12
2.1 Uppköp och fusioner	12
2.1.1 Synergieffekter	12
2.1.2 Svårigheter med förvärv.....	13
2.2 Börsnoteringar.....	15
2.2.1 Positiva effekter av att börsnoteras	16
2.2.2 Prissättningsmetoder	16
2.2.3 Underprissättning.....	17
2.3 Relationen mellan förvärv och börsnoteringar	18
2.4 Utveckling av hypoteser	20
3. Praktiska referensramar	22
3.1 Värdepappersinstitut.....	22
3.2 Prospekt.....	22
4. Empirisk metod.....	24
4.1 Metodval och angreppssätt.....	24
4.2 Deduktion med stöd av induktion	25
4.3 Urval och datainsamling	25
4.3.1 Kvantitativ del.....	25
4.3.2 Expert-intervjun.....	26
4.4 Operationalisering.....	26
4.4.1 Beroende variabel	26
4.4.2 Oberoende förvärvsvariabler	27
4.4.3 Oberoende kontrollvariabler	28
4.5 Statistiska tester och analyser.....	29
4.5.1 Univariat analys	29
4.5.2 Bivariat analys.....	30

4.5.3 Multivariat analys	30
4.6 Uppsatsens trovärdighet	31
4.6.1 Replikerbarhet och reliabilitet.....	31
4.6.2 Validitet	32
4.7 Källkritik.....	32
5. Empiri och analys.....	34
5.1 Kvalitativ intervju.....	34
5.2 Univariat analys.....	37
5.2.1 Underprissättning – beroende variabel	37
5.2.2 Oberoende förvärvsvariabler	38
5.2.3 Oberoende kontrollvariabler	39
5.3 Bivariat analys	40
5.3.1 Pearson korrelation	40
5.4 Multivariat analys.....	41
5.4.1 Multikollinearitet.....	41
5.4.2 Heteroskedasticitet	41
5.4.3 Multipel linjär regression	42
6. Slutsats och diskussion	46
6.1 Slutsatser.....	46
6.2 Metodkritik.....	49
6.3 Förslag på framtida forskning.....	49
7. Referenser	50
Bilaga 1. Intervjuformulär	54
Bilaga 2. Korrelationsmatris.....	55

Figurförteckning

Figur 1 Medelunderprissättning i studiens urval	38
---	----

Tabellförteckning

Tabell 1 Studiens urval av börsnoteringar.....	37
Tabell 2 Beskrivande statistik - beroende variabel	37
Tabell 3 Beskrivande statistik - oberoende förvärvsvariabel	38
Tabell 5 Beskrivande statistik - oberoende kontrollvariabel.....	39
Tabell 6 Korrelation oberoende- och förvärvsvariabler	40
Tabell 7 Resultat - Modell 1.....	43
Tabell 8 Modellsummering - Modell 1	43
Tabell 9 Resultat - Modell 2.....	44
Tabell 10 Modellsummering - Modell 2	44

1. Inledning

Detta kapitel beskrivs studiens bakgrund, problemdiskussion och problemformulering. Därefter beskrivs studiens syfte, frågeställning och avgränsningar.

1.1 Bakgrund

Börsnoteringar samt fusioner och förvärv, vanligtvis kallade IPO:s och M&A:s från de engelska förkortningarna, är idag båda aktuella och relevanta ämnen där det publiceras många artiklar och skrivs många examensarbeten om. Trots att det finns mycket forskning som behandlar dessa företeelser var för sig så är forskningen om fusioners och förvärvs inverkan på börsintroducerade företags underprissättning svårare att hitta. Boulton, Smart och Zutter är några av dem som har gjort kombinerande forskningsstudier, deras slutsats var att det finns ett direkt samband mellan underprissättning vid börsintroduktioner och företagsförvärv före börsnoteringen.¹

En börsnotering medför höga administrativa kostnader för bolaget som ska börsnoteras, vanligtvis uppgår dessa kostnader till cirka 7 % av aktiernas totala teckningspris.² Utöver detta lämnar vanligtvis de tidigare ägarna till det börsintroducerande företaget så kallat "pengar på bordet" genom att nyoterade aktier ofta underprissätts. Tidigare studier från USA visar att aktiekursen den första handelsdagen i genomsnitt var 17 % högre än teckningskursen, mellan åren 1960-2011.³ Extra anmärkningsvärda var åren 1999-2000 då underprissättningen uppgick till hela 65 %.⁴ Den generellt stigande aktiekursutvecklingen första handelsdagen tenderar dock inte att hålla i sig för nyligen börsnoterade företag. Sett ur ett längre tidsperspektiv underpresterar de nyoterade företagen med 23,4 % efter 3 år, respektive med 44 % efter 5 år i förhållande till övriga marknaden.⁵

Att börsnotera ett företag kan, med hänsyn till den ovan angivna statistiken, framstå som en dålig idé med höga kostnader och underpresterande aktiekurs på medellång sikt. Trots detta uppskattar Nasdaq OMX noteringschef, Marie Parck, att 30-40 nya företag kommer att börsnoteras på antingen Nasdaq OMX huvudlista eller First North under 2014.⁶ De fördelar som en börsnotering medför är att företaget får en bättre likviditet och att börsnoteringen är ett effektivt instrument för att hämta in nytt främmande kapital.⁷ Börsnoteringen skapar även ett värde för ägare inom företaget, då ägarna

¹ Boulton, T., Smart, S., & Zutter, C. (2006). Acquisition activity and ipo underpricing.

² Berk, J., & DeMarzo, P. (2014). *Corporate finance*.

³ Ibid

⁴ Loughran, T., & Ritter, J. (2004). Why has ipo underpricing changed over time?

⁵ Berk, J., & DeMarzo, P. (2014). *Corporate finance*.

⁶ SIX/ Affärsvärlden. (2014, Februari 26). Så många svenska börsnoteringar tror nasdaq omx på 2014.

⁷ Berk, J., & DeMarzo, P. (2014). *Corporate finance*

på ett enkelt sätt kan sälja hela eller delar av sitt innehav i företaget och på det sättet förbättra sin diversifiering.⁸

För att en börsnotering ska vara ekonomiskt försvarbar måste företaget vara tämligen stort. Det finns två tillvägagångssätt för ett företag att växa i storlek och det är antingen genom organisk tillväxt eller genom förvärv. Organisk tillväxt innebär den tillväxt som företaget kan uppnå genom en ökad försäljning. Att växa sig stor genom enbart organisk tillväxt tar vanligtvis lång tid, medan tillväxt genom fusioner och förvärv kan genomföras desto snabbare.⁹ Förekomsten av fusioner, förvärv och börsnoteringar är högst cyklisk och kan liknas vid vågor som följer konjunkturcykeln. Många förvärv och börsnoteringar kännetecknas av en stark ekonomi, medan få är karakteristiskt för en svagare ekonomi.¹⁰

1.2 Problemdiskussion

Företagsförvärv är en vanlig strategi för att utveckla företag och uppnå tillväxt. De synergieffekter som vanligtvis anges som motiv för förvärven är stordriftsfördelar, en ökad kontroll, tillgång till expertkompetens och av skatteskal.¹¹ Företagsförvärv är vanligt förekommande världen över och det totala värdet av alla dessa transaktioner är så stort att det överstiger många länders totala bruttonationalprodukt.¹² År 2004 slutfördes cirka 30 000 företagsförvärv globalt, vilket motsvarar att ett företagsförvärv i genomsnitt genomfördes var 18e minut.¹³ Att förvärv är så utbrett och allmänt förekommande skulle kunna ge intryck av att det finns lätta pengar att tjäna för de företagen som är aktiva förvärvare. Så visar sig dock inte vara fallet i en studie av Schoenberg. Han konstaterade att endast 56 % av förvärven betraktas som lyckade i efterhand av det köpande företagets chefer.¹⁴ Det finns alltså en uppenbar risk att ett företagsförvärv inte medför de positiva effekter som prognostiserats, utan att förvärvet istället påverkar det uppköpande företaget i negativ riktning.

De flesta av de tidigare studierna inom uppköps- och fusionsområdet använder sig av aktiekursutvecklingen som ett mått på hur lyckad ett uppköp eller en fusion har varit.¹⁵ Detta medför att de uppköp eller fusioner som genomförts innan ett företag har börsnoterats inte kan mätas på samma sätt eftersom företaget inte har någon aktiekurs som kan analyseras. Därmed är antalet

⁸ Ibid

⁹ The IIS University. (2009). Organic vs inorganic growth.

¹⁰ Berk, J., & DeMarzo, P. (2014). *Corporate finance*.

¹¹ Ibid

¹² Cartwright, S., & Schoenberg, R. (2006). Thirty years of mergers and acquisitions research: Recent advances and future opportunities.

¹³ Ibid

¹⁴ Schoenberg, R. (2006). Measuring the performance of corporate acquisitions: An empirical comparison of alternative metrics.

¹⁵ Larsson, R., & Finkelstein, S. (1999). Integrating strategic, organizational, and human resource perspectives on mergers and acquisitions: A case survey of synergy realization.

forskningsartiklar om företagsförvärv av icke börsnoterade företag tämligen begränsad till antalet, då resultatet av dessa uppköp och fusioner inte går att mäta med hjälp av börsdata.

Underprissättning definieras som kvoten mellan teckningskursen och stängningskursen första handelsdagen. En teori till varför aktier ofta underprissätts vid börsnoteringar är på grund av att det råder informationsbrist om det emitterande företaget och därför ges investerarna en kompensation för deras tidiga investering i företaget. Ibland kan till och med underprissättningen bero på att det emitterande företaget inte har en klar bild över sitt eget marknadsvärde och sätter teckningskursen alltför lågt.¹⁶ En ytterligare anledning till underprissättning är för att det säljande institutet vill säkra upp att alla aktier säljs som planerat.¹⁷ Det har gjorts flertalet studier på underprissättningens storlek och från en studie som gjordes i USA under nittioalet presenterades resultatet att underprissättningen historiskt har varit i genomsnitt strax över 20 %.¹⁸

Genom att kombinera de båda ämnesområdena om företagsuppköp och börsnoteringar öppnas möjligheten att, åtminstone indirekt, mäta marknadens reaktioner och att analysera effekten av de uppköp som genomförts före ett företags börsnotering. Detta är ett förhållandevis utforskat ämnesområde, men 2012 gjordes en studie av Hsu, Young och Wang där författarna undersökte om amerikanska företag som varit aktiva uppköpare innan företaget börsnoterades drabbas av högre utfärdandekostnader och uppköpets effekt på aktiens långsiktiga prestation.¹⁹ I studien konstaterades att företag som gjort förvärv före sin börsnotering får en högre emissionskostnad och en större underprissättning än de företag som inte gjort uppköp före börsnoteringen. Författarna fann dock inte en signifikant skillnad i underprissättningens storlek mellan företagen som gjort uppköp före börsnoteringen och de företag som enbart växt organiskt. Författarna fann däremot att företag som varit aktiva uppköpare före börsnoteringen underpresterade på lång sikt jämfört med övriga företag, särskilt de företag som inte redogjort för sina genomförda uppköp i sitt prospekt. Detta antyder att investerarna värderar företag som redogjort för tidigare uppköp i sitt prospekt lägre än företag som inte redovisat för tidigare uppköp i sitt prospekt. Investerarna har alltså troligtvis beaktat problematiken med att integrera ett förvärvat företag i den befintliga organisationen. Resultatet från studien är även att investerare tenderar att övervärderar de företag som inte avslöjat sina genomförda uppköp före börsnoteringen. Detta antyder att informationen som anges i prospektet påverkar investerars värdering av det börsintroducerande företaget.

¹⁶ Karlis, P. (2000). Ipo underpricing.

¹⁷ D'Agostino, R., Hellgren, P., & Fröderberg, V. Finansinspektionen, (2007). *Processen vid nyintroduktioner och emissioner*.

¹⁸ Ljungqvist, A. (2008). *Handbook of corporate finance*.

¹⁹ Hsu, J., Young, W., & Wang, H. (2012). Pre-ipo acquirers' issuance cost and long-run performance: Do their m&a disclosures matter?

Detta väcker frågan om hur situationen ser ut på den svenska marknaden. Om ett börsintroducerande företag har genomfört uppköp före sin notering, påverkar detta investerarnas värdering av företaget i negativ riktning? Om så är fallet borde storleken på underprissättningen vara större för de företag som gjort många företagsförvärv och nära inpå börsnoteringen. Möjligtvis påverkar även företagets framtida agerande, avseende företagsuppköp, storleken på underprissättningen.

1.3 Problemformulering

Hur påverkas storlek på underprissättningen för ett börsintroducerande företag av följande parametrar:

- Antalet företagsförvärv som företaget genomfört totalt?
- Antalet företagsförvärv som företaget genomfört de senaste 4 åren före börsnoteringen?
- Antalet år mellan det senaste genomförda företagsförvärvet och börsnoteringen?
- Om företaget har en uttalad förvärvsstrategi för framtiden?

1.4 Syfte

Syftet med studien är att på den svenska marknaden undersöka om underprissättningens storlek beror på det börsintroducerande företagets förvärvshistoria eller dess framtida förvärvsstrategi.

1.5 Avgränsningar

Studien är begränsad till att enbart undersöka företag som börsnoterats på NASDAQ OMX Nordic Stockholm Main Market och First North från januari 2007 till och med april 2014. Den främsta anledningen till att studien fokuserar på den svenska aktiemarknaden är då tidigare forskning inom studiens syfte på den svenska marknaden är begränsad. Valet att enbart fokusera på den svenska marknaden gjordes för att göra datainsamlingen lättare och mindre tidskrävande samt för att underlätta en rättvis tolkning av informationen från prospekten. Tidigare forskning inom studiens ämnesområde har främst gjorts på den amerikanska marknaden, exempelvis den tidigare nämnda artikeln av Hsu, Young och Wang.²⁰ Antalet börsnoteringar på Stockholmsbörsens Main Market är tämligen begränsade till antalet varje år och därför har vi varit tvungna att ha en lång undersökningsperiod och även inkludera den något mindre handelsplatsen First North för att få tillräckligt med observationer som krävs i en kvantitativ undersökning. First North har inte ett lika

²⁰ Hsu, J., Young, W., & Wang, H. (2012). Pre-ipo acquirers' issuance cost and long-run performance: Do their m&a disclosures matter?.

hårt regelverk som Main Market och är därmed mer anpassat för mindre och växande bolag.²¹ Detta innebär att jämförbarheten mellan dessa båda handelsplatser inte är fullt lika god, men för att få önskvärt antal observationer är det ändå nödvändigt att inkludera First North i undersökningsmaterialet. Studien är även begränsad i det avseende att all information om företagen som ska börsnoteras enbart har hämtats från deras prospekt. Detta innebär att denna studie enbart beaktar de förvärv som redovisats i prospekten.

1.6 Disposition

Kapitel 2 – Teoretisk referensram

I detta kapitel presenteras det teoretiska bakomliggande materialet som ligger till grund för förståelsen av denna studie. Detta inkluderar teori om företagsuppköp, vilka möjliga problem företagsuppköp kan medföra, information om börsnoteringar och förekomsten av underprissättning.

Kapitel 3 – Praktiska referensramar

Här förklaras hur en börsnotering på Nasdaq OMX Nordic Stockholm går till, vi presenterar även vilka lagar och regler som gäller. Särskilt berörs regelverket för prospektets innehåll avseende företagsuppköp och fusioner.

Kapitel 4 – Empirisk Metod

I detta kapitel beskrivs de metoder och tillvägagångssätt som används i studien. Vi kommer även att förklara vilka statistikmetoder som används och varför dessa har valts. Kapitlet avslutas med ett avsnitt om källkritik.

Kapitel 5 – Empiri och Analys

I detta kapitel redovisas resultatet från regressionsanalysen, samt den information som samlats in från intervjun med branscheexperter. Vi kommer även att analysera resultatet från regressionsanalysen och intervjun med utgångspunkt från det teoretiska materialet som presenterats. Detta görs för att besvara studiens frågeställningar.

Kapitel 6 – Slutsats och diskussion

I detta avslutande kapitel presenteras de slutsatser som kan dras utifrån studien. Det presenteras även metodkritik. Uppsatsen avslutas med att ge förslag till fortsatt forskning.

²¹ Nasdaq OMX. *First north*.

2. Teoretisk referensram

I detta kapitel presenteras teorier och tidigare studier inom ämnesområdena förvärv och fusioner, börsnoteringar och forskning som berör både dessa ämnesområden samtidigt. Avslutningsvis i kapitalet presenteras studiens hypoteser.

2.1 Uppköp och fusioner

Inledningsvis ska vi börja med att definiera begreppen uppköp och fusion. En fusion är när två sedan tidigare existerande företag slås samman för att bilda ett gemensamt företag. Ett uppköp är när ett företag förvärvar hela eller en del av ett annat bolag. Vanligtvis kategoriseras förvärv i tre olika kategorier; horisontellt-, vertikalt- och konglomeratförvärv. Ett horisontellt förvärv är när båda företagen befinner sig i samma bransch. Ett vertikalt förvärv är när köparen och säljaren redan har en affärsrelation, där ett förvärv leder till att förädlingskedjan kan minskas. Ett konglomeratförvärv är när målföretaget är i en helt annan bransch än det köpande företaget. Betalningen för ett förvärv kan erläggas på många olika sätt. Det köpande företaget kan exempelvis erlægga betalning kontant eller genom att betala med företagets aktier, en så kallad stock swap.²²

Ett rykte om ett eventuellt uppköp har vanligtvis en positiv effekt på målföretagets aktiekurs. Detta beror på att det uppköpande företaget ofta betalar en premie utöver marknadsvärdet för målföretaget. Denna premie innebär att ägarna i målföretaget får en överavkastning i genomsnitt på 14 %.²³ Det köpande företaget tenderar dock att ha svårt att göra en vinst på lång sikt genom förvärvet.²⁴ När man har gjort en viktad portfölj av uppköpandeföretag och målföretag har den kombinerade avkastningen i nästan alla fall varit positiv.²⁵ Företagen som gör en fusion eller ett förvärv vill, med de vanligtvis omfattande medföljande kostnaderna i åtanke, göra en utförlig värdering av målföretaget innan affären slutförs. Förutom att försöka få fram ett ungefärligt värde av synergieffekterna är det vanligt att jämföra målföretaget med liknande företag inom samma bransch. En annan metod som ofta används är att estimerar de framtida kassaflöden som affären förmodans innebära.²⁶

2.1.1 Synergieffekter

Det finns en rad olika skäl till att genomföra ett förvärv, nedan listas ett urval av de vanligaste synergieffekterna:²⁷

²² Berk, J., & DeMarzo, P. (2014). *Corporate finance*..

²³ Mandelker, G. (1974). Risk and return: The case of merging firms.

²⁴ Sher, R. (2012). *Why half of all m&a deals fail, and what you can do about it*.

²⁵ Bruner, R. "The Use of Excess Cash and Debt Capacity as a Motive for Merger,"

²⁶ Berk, J., & DeMarzo, P. (2014). *Corporate finance*

²⁷ Ibid

Stordriftsfördelar: Företag kan ibland öka sin marginalvinst genom att producera större volymer. Detta beror oftast på att företagets fasta kostnader fördelas på längre produktionsserie.

Expertis: Ett företag behöver kompetent personal för att fungera på ett effektivt sätt. Det finns de företag som ser kompetent personal och den expertis de medför vara en anledning till att förvärva ett annat företag där denna expertis tros finnas.

Monopolism: Det finns incitament för företag att vinna så många marknadsdelar som möjligt då det i längden medför att marknaden blir mer beroende av det enskilda företaget som sedan exempelvis har större makt över pris på varor. Det finns dock många lagar och regler som reglerar detta område, vilket gör det svårare för det uppköpande företaget att skapa synergieffekter.

Vinster i effektivitet: Det uppköpande företaget tror att de kommer att styra målföretaget mer effektivt än vad det görs i dagsläget.

Skattelättnader: Det kan finnas incitament för att köpa upp ett företag för att i framtiden betala mindre skatt.

Diversifiering: Genom att köpa ett annat företag diversifierar det köpande företaget sig. Detta kan innebära ett lägre risktagande, både när det kommer till avvikelser i intäkter samt en minskad risk för företaget att gå i konkurs.

Trautwein ger utöver dessa anledningar förslag på ytterligare två. Den första är att uppköp och fusioner är planerade och genomförda av företagsledningar som oftast har mer information om målföretagets värde än vad marknaden besitter. De kan därmed exempelvis enklare hitta och köpa upp ett undervärderat företag. Den andra anledningen är mer cynisk till sin natur och beskrivs som en väg för ledningen att skapa egen nytta, snarare än mer värde för aktieägarna. Detta har sin grund i de teorier som talar om att företagsledningar vill skapa imperier och därmed få mer makt och förmåner.²⁸

2.1.2 Svårigheter med förvärv

Det är svårt att prognostisera storleken på synergieffekterna och ofta tenderar företagsledare att övervärdera dessa synergieffekter. Detta medför att många företagsförvärv i efterhand klassas som förlustaffärer. Selden och Colvin menar att det uppköpande företagets ledning tenderar att stirra sig blinda på intäkter och säljvolymer, vilket leder till att företagsledningen inte analyserar målföretagets balansräkning samt dess kapitalbindning tillräckligt noga och därmed går miste om viktig

²⁸ Trautwein, F. (1990). Merger motives and merger prescriptions.

information.²⁹ Ferris et al menar att VD:ns självförtroende är ett problem vid uppköp och fusioner, eftersom att de ofta tror att deras beslutsförmåga är bättre än deras kollegor och konkurrenter. VD:n tenderar att undervärdera de risker som finns förknippade med uppköp och fusioner och samtidigt överskatta de positiva effekterna på grund av sin övertro. Det är även vanligt att andra investeringsalternativ som skulle kunna leda till ett bättre resultat förkastas till förmån för ett förvärv eller en fusion.³⁰

Fraser antar ett mer socialt samband där samarbetet mellan de anställda inom de två företagen kan ses som en nyckel för att låsa upp synergier.³¹ De organisatoriska integrationsprocesserna är ett återkommande problem vid uppköp och fusioner, där målföretagets kulturskillnader och likheter med det köpande företaget är av väsentlig betydelse för det långsiktiga resultatet av ett uppköp.³²

Larsson och Finkelsteins studie går i Frasers linje och visar att företagens anställda generellt motsätter sig ett uppköp eller en fusion, vilket resulterar i sämre uppnådda synergier. Dels kan det vara att de känner en "vi mot dom"-känsla som medför en spänd arbetsmiljö, som till och med kan tendera att bli hotfull. Ryktesspridning om att förvärvet leder till en försämring kan skapa en negativ attityd på arbetsplatsen och stress hos de anställda. Ett uppköp eller en fusion kan medföra omorganisationer där de anställda får mindre personligt ansvar samt kan vara tvungna att omlokalisera sig, vilket ytterligare adderar till de tidigare nämnda negativa effekterna. Larsson och Finkelsteins studie visar att strategiska, organisatoriska samt personalmässiga metoder är faktorer vilka samtliga är signifikant relaterade till hur väl synergieffekterna uppnås.³³ Utöver detta visar de även att en högre nivå av samspel och koordination mellan de två företagen leder till att synergier uppnås i större utsträckning.³⁴

Även företagens bransch, eller nisch, och hur lik denna är med målföretagets är en nyckelfaktor för ett lyckat förvärv eller en lyckad fusion. Är målföretagets kompetens för olik det köpande företaget minskar sannolikheten för att generera ett lyckat förvärv eller fusion.³⁵

En ytterligare anledning till att uppköp och fusioner sällan anses som lyckade är att det uppköpande företaget har betalat en alltför hög uppköpspremie, detta kan enligt Christensen et al bero på att ledningen har en överdriven tilltro på det mervärdet som ett uppköp eller en fusion kan medföra. Ett

²⁹ Selden, L., & Colvin, G. (2003). M&a needn't be a loser's game.

³⁰ Ferris, S., Jayaraman, N., & Sabherwal, S. (2013). Ceo overconfidence and international merger and acquisition activity.

³¹ Frensch, F. (2006). *The social side of mergers and acquisitions*.

³² Sher, R. (2012). *Why half of all m&a deals fail, and what you can do about it*.

³³ Larsson, R., & Finkelstein, S. (1999). Integrating strategic, organizational, and human resource perspectives on mergers and acquisitions: A case survey of synergy realization.

³⁴ Ibid

³⁵ Price, J. (2012). *6 reasons why so many acquisitions fail*.

annat problem som uppkommer är när ett företag vill genomföra ett förvärv eller en fusion med målet att helt göra om företagsmodellen och inriktningen på företaget, när ett företag köps upp av denna anledning finns det väldigt få som vet hur man ska värdera och sätta ett pris på affären och därmed ökar risken för överprissättning och ett mindre lyckat förvärv eller fusion.³⁶ Det har visat sig att generellt är de negativa konsekvenserna vid en dålig affär större för mindre företag än för stora.³⁷

Kengelbach et al har i en studie gjort en regressionsanalys över skillnaden i avkastning mellan företag som gjort flera uppköp under de senaste tre åren och de som gjort ett uppköp under samma tidsperiod. I studien fann han att de bolag som gjort flera förvärv presterar sämre än engångsköparna. Den kortsiktiga abnormala avkastningen är i genomsnitt 0,4 procentenheter lägre för flergångsköparna och är signifikant på 1 % -nivån³⁸.

Kengelbach et al antar att kortare perioder mellan uppköpen leder till integrationsproblem för flergångsuppköparna, under detta antagande förväntas ett positivt samband för tiden mellan transaktioner och den kortsiktiga abnormala avkastningen kunna påvisas. Det finns en möjlighet att målföretaget redan är helt integrerat efter en viss period, ytterligare tid påverkar inte den beroende variabeln. För att bli av med denna problematik används den logaritmerade tiden mellan uppköpstransaktionerna. Transaktionstiden mellan förvärv och den abnormala avkastningen har det signifikanta sambandet att varje ytterligare år mellan transaktionerna ökar den abnormala avkastningen med 2,4 procentenheter.³⁹

2.2 Börsnoteringar

En börsnotering är när ett företag gör sina aktier tillgängliga för handel för allmänheten på en utvald handelsplats. Börsnoteringen underlättar för aktieägarna att sälja sina andelar i företaget och omvandla sitt innehav till kontanter. Den största fördelen för det börsintroducerade företaget är att det är lättare att skaffa nytt kapital för att finansiera investeringar. En negativ effekt av en börsnotering är att företagets ägande sprids ut vilket minskar möjligheten för ägarna att både kontrollera och övervaka företagsledningen. Aktiekursen för företag som börsnoterats går ofta relativt bra strax efter noteringen men på längre sikt tenderar aktien att underpresteras.⁴⁰

³⁶ Christensen, C., Alton, R., Rising, C., & Waldeck, A. (2011). The big idea: The new m&a playbook.

³⁷ Price, J. (2012). *6 reasons why so many acquisitions fail*.

³⁸ Kengelbach, J., Klemmer, D., Schwetzler, B., & Sperling, M. (2012). An anatomy of serial acquirers, m&a learning, and the role of post-merger integration

³⁹ Ibid

⁴⁰ Berk, J., & DeMarzo, P. (2014). *Corporate finance*.

2.2.1 Positiva effekter av att börsnoteras

Att börsnoteras är väldigt kostsamt för det emitterande företaget. Värdepappersinstitutet som genomför noteringen kostar nästan 7 % av det belopp som aktierna säljs för.⁴¹ Det är även kostsamt i den mån att aktien ofta är underprissatt, ett pris som de tidigare ägarna av företaget får stå för. Efter en börsnotering blir ägandet mer spritt vilket kan påverka företaget i negativ riktning genom att ägarnas incitament att hålla koll på företagets ledning minskar.⁴² Trots kostnaderna som uppkommer i anslutning till en börsnotering anser många företag att fördelarna av att vara börsnoterad överväger nackdelarna.

De största skälen till att genomföra en börsnotering är för att anskaffa mer kapital samt för att göra det lättare för tidigare ägare att sälja av hela eller delar av sin ägarandel i företaget, det skapas en ny exit-möjlighet för ägarna.⁴³ Ett möjligt delmål med noteringen är att företaget gör det med förhoppningen om att erhålla mer uppmärksamhet. Zingales drar slutsatsen att företag som börsnoteras säljs för ett totalt sett större belopp än de företag som säljs traditionellt. Ytterligare menar Zingales att detta beror på att det är enklare för potentiella uppköpare att uppmärksamma företaget om det finns ute på en allmän marknad.⁴⁴ Maksimovic och Pichler föreslår att det är värdeökande i sig att företaget börsnoteras, då detta sänder starka signaler om att företaget har en ljus framtid för investerare och kunder.⁴⁵ Det kan även finnas cykliska faktorer som ligger till grund för beslut att börsintroduceras som bilden av den generella marknaden.⁴⁶

2.2.2 Prissättningsmetoder

Det är ofta svårt för marknaden att värdera ett företag som ska börsnoteras på ett korrekt sätt och därför kan valet av prissättningsmetod påverka teckningspriset. Det finns många olika faktorer som bör tas i beaktande vid valet av prissättningsmetod. Ett värdepappersinstitut används ofta som rådgivare, det är dock upp till företaget som ska börsnoteras att ta beslutet om vilket pris som skall sättas eller vilken prissättningsmetod som ska användas.⁴⁷

Vid utgivandet av värdepapper kan prissättningen alltså ske på flertalet olika sätt. De vanligaste metoderna är att sälja aktien till fast pris alternativt genom ett auktionsförfarande. Fast pris innebär att företaget som ska börsnoteras anger ett pris per aktie samt antalet aktier som ska utfärdas. Därefter tecknar investerarna så många aktier de önskar att köpa. Om fler tecknat sig för att köpa aktier än antalet som ska emitterats så tilldelas investerarna aktier efter en förutbestämd

⁴¹ Ibid

⁴² Ibid

⁴³ Ibid

⁴⁴ Zingales, L. (1995). Insider ownership and the decision to go public.

⁴⁵ Maksimovic, V., & Pichler, P. (2001). Technological innovation and initial public offerings.

⁴⁶ Ritter, J., & Welch, I. (2002). A review of ipo activity, pricing, and allocations.

⁴⁷ D'Agostino, R., Hellgren, P., & Fröderberg, V. Finansinspektionen, (2007). *Processen vid nyintroduktioner och emissioner*.

tilldelningsprincip. En möjlig tilldelningsprincip är att investerarna får en proportionell tilldelning som motsvarar relationen mellan erbjudna och tecknade aktier. Auktionsförfarandet sker vanligtvis genom en enhetsprisauktion eller som en prisdiskriminerad auktion. Enhetsprisauktion innebär att investerarna lämnar bud där de anger hur många aktier de vill köpa och till vilket enhetspris. Enhetspriset sätts efter auktionsförfarandet till det högsta möjliga enhetspris till vilket hela emissionen kan säljas, och de investerare vars anbud överstiger detta enhetspris erhåller det antalet aktier de lämnat bud för. Detta innebär alltså att alla investerare som får rätt att teckna aktier betalar samma pris. Vid en prisdiskriminerande auktion betalar investerarna det pris som var och en har bjudit. Detta kan liknas med en monopolist, företaget tilldelar aktierna till investerarna som bjudit högst och går sedan nedåt i anbuderna till dess att hela emissionen är såld.⁴⁸

Liu och Chemmanur visar i en undersökning att det i många länder finns en tendens till lägre underprissättning när priset har fastställts genom ett auktionsförfarande jämfört med andra prissättningsmetoder. De visar även på att det generellt sett är bättre för mindre och yngre företag att använda sig av ett fast pris samt att ha en relativt stor underprissättning vid börsintroduktionen, detta på grund av att den informationsasymmetri som vanligtvis är gällande för mindre och yngre bolag. Liu och Chemmanur menar att underprissättningen är ett pris företagen är villiga att betala för att bättra på informationssymmetrin. För stora och äldre bolag är det generella scenariot tvärtom, då de tenderar att ha en mindre omfattande informationsasymmetri och väljer därför allt som ofta att börsintroduceras med hjälp av auktioner. De större företagen tenderar att ha en mindre underprissättning⁴⁹

2.2.3 Underprissättning

Underprissättning innebär att teckningskursen för aktien innan börsnotering är lägre än dess marknadsvärde. Detta kallas, som tidigare nämnt, ibland i litteraturen för att företaget "lämnar pengar på bordet", det vill säga att det introducerande företaget går miste om skillnaden mellan teckningskursen och aktiernas sanna marknadsvärde.⁵⁰ Underprissättning kan definieras på två olika sätt, antingen med hjälp av första dagens öppnings- alternativt stängningskurs. I denna studie har vi valt att använda första dagens stängningskurs vilket även Hsu, Wang och Youngs gjorde i en studie från 2012. Vilket sätt som väljs spelar ingen nämnvärd roll utan båda är tänkta att representera aktiens marknadsvärde på börserna första handelsdagen, det som motiverar användandet av första dagens stängningskurs är för att marknaden då har haft tid att stabilisera de första aktiekurssvängningarna. Nedan ses formeln för hur underprissättningen beräknas:

⁴⁸ Brealey, A. och Nyborg, K. (2000).

⁴⁹ Chemmanur, T., & Liu, M. (2006). How should a firm go public? a dynamic model of the choice between fixed-price offerings and auctions in ipos and privatizations.

⁵⁰ Berk, J., & DeMarzo, P. (2014). *Corporate finance*.

$$UP_j = \frac{P_{IPO-close}}{P_{Offer}} - 1$$

Detta innebär att underprissättning, i denna studie, definieras som kvoten mellan stängningskursen första handelsdagen och den kurs som aktien kunde tecknades till inför börsnoteringen.⁵¹

Att aktierna ofta underprissatts kan förklaras med att risken att inte alla aktier blir uppköpta ökar med teckningspriset. Genom att sätta ett medvetet lågt pris ökar sannolikheten att alla aktier blir sålda. Ibland agerar värdepappersinstitutet som en garant, vilket innebär att de garanterar att alla aktier kommer att säljas. Detta ger värdepappersinstitutet incitament till att höja storleken på underprissättningen för att öka sannolikheten för att alla aktier blir sålda. Det finns två stora vinnare på underprissättning av aktier och det är värdepappersinstitutet och de investerare som köper aktien till teckningskursen. Värdepappersinstituten minskar sin egen risk för att bli tvingade att köpa upp icke tecknade aktier, under förutsättning att de står som garant, och investerarna som köper aktien till ett pris lägre än marknadsvärdet. De som förlorar på underprissättningen är de tidigare ägarna till det företag som ska noteras på börsen.⁵²

Underprissättning förklaras även av teorin om asymmetrisk information. Det utfärdande företaget har mer information om sig själv än vad investerarna, vilket medför att investerarna är misstänksamma och försiktiga. Högkvalitetsföretagen försöker utmärka sig genom att signalera kvalitet. Ett sätt att signalera kvalitet kan vara genom att ha en låg teckningskurs samtidigt som de gamla ägarna behåller delar av sitt innehav. Detta signalerar att företagen tolererar den kortsiktiga förlusten som är associerad med det lägre priset för att de tror att den kommer kompenseras via eventuella framtida emissioner, positiv marknadsrespons eller analytikerbevakning som leder till en högre värdering i framtiden. I praktiken är dessa signaleringsteorier långtifrån bevisade och på en teoretisk nivå är det oklart varför just underprissättning och inte marknadsföring eller donationer till välgörenhet skulle vara ett effektivare sätt att signalera hög kvalitet.⁵³

2.3 Relationen mellan förvärv och börsnoteringar

Vi kommer här gå närmare in på det begränsade ämnesområdet som behandlar relationen mellan förvärv och börsnoteringar.

Hsu, Young och Wang visar i en studie att investerare tenderar att övervärdera de börsnoteringar som omfattar företag som genomfört många företagsförvärv före sin börsnotering. Detta sker främst

⁵¹ Hsu, J., Young, W., & Wang, H. (2012). Pre-ipo acquirers' issuance cost and long-run performance: Do their m&a disclosures matter?.

⁵² Berk, J., & DeMarzo, P. (2014). *Corporate finance*.

⁵³ Ritter, J., & Welch, I. (2002). A review of ipo activity, pricing, and allocations.

på grund av 2 anledningar.⁵⁴ Den första anledningen är att nymoterade företag som genomfört förvärv ofta har problem med kulturell och operativ integration av det förvärvade företaget, vilket medför att företagen ofta presterar sämre. Hsu, Young och Wang menar att investerare tenderar att undervärdera de negativa effekterna och extrapolera den snabba tillväxten som ett förvärv innan en börsnotering kan medföra till ett företags prestationer. Detta gör att förvärv som har gjorts innan företaget börsnoterats kan medföra att företaget blir övervärderat och ofta underpresterar i relation till liknande företag som inte har gjort förvärv innan noteringen.⁵⁵ Den andra anledningen de lyfter fram är att företag som ska börsnoteras har en baktanke med sin notering. De försöker förbättra sina räkenskaper via förvärv och därmed exempelvis få en ökad omsättning eller högre lönsamhet. Syftet är att stärka fördelarna av en börsnotering såsom att inbringa större kapital. Anledningen till att dessa företag anses vara övervärderade är för att uppköpande företag, som har en större men insignifikant underprissättning, långsiktigt presterar sämre.⁵⁶

Hsu, Young och Wang menar vidare att investerare har en ganska dålig kunskap om nymoterade företag och därför lägger stor vikt på vad som sägs i prospektet. I USA behöver företagen endast redovisa de förvärv som har genomförts det senaste året och endast om det förvärvade företaget är av betydande storlek. Detta medför att de flesta börsintroducerande företagen väljer att inte nämna information om tidigare förvärv i prospektet, vilket i sin tur kan leda till att investerare inte kan värdera företagen på ett adekvat sätt. De företag som inte redovisar företagsförvärv i prospektet har en större men insignifikant underprissättning jämfört med dem som redovisar sina förvärv.⁵⁷

Boulton, Smart och Zutter har i en studie kommit fram till att underprissättning ofta kan förklaras som en direkt följd av att företaget innan noteringen har genomfört förvärv. Det visade sig även i denna undersökning att sannolikheten för att ett nymoterande företag ska förvärvas ökar under perioder som kännetecknas av hög förvärvsaktivitet, samt att underprissättningen tenderar att vara högre än genomsnittligt under sådana perioder. De förklarar dessa resultat med att företagsledningen ofta använder underprissättning som en förebyggande åtgärd, i syfte att öka spridningen av ägandet och på det sättet bibehålla en större beslutsrätt inom företaget.⁵⁸

⁵⁴ Hsu, J., Young, W., & Wang, H. (2012). Pre-ipo acquirers' issuance cost and long-run performance: Do their m&a disclosures matter?

⁵⁵ Ibid

⁵⁶ Ibid

⁵⁷ Ibid

⁵⁸ Boulton, T., Smart, S., & Zutter, C. (2006). Acquisition activity and ipo underpricing

2.4 Utveckling av hypoteser

Fraser samt Finkelstein och Larsson redogör för teorier om integrationsproblem, som visar att integrationsproblemen påverkar hur väl synergieffekterna kan uppnås i ett förvärv. Selden och Colvins⁵⁹ teori om företags förmåga att stirra sig blinda på intäkter, Ferris et als⁶⁰ teori om VDn,s övertro på sig själva samt Christensens et als⁶¹ teori om ledningens överdrivna tilltro på mervärdet av ett uppköp eller fusion har även de negativ effekt på hur väl uppköpet eller fusionen slår ut.

Hypotes 1

Vi antar att investerarna är medvetna om integrationsproblematiken som kan uppstå efter ett företagsförvärv, därmed är vår hypotes att investerarna kommer kräva större underprissättning. Kenglebach et al⁶² har även presenterat att de företag som har gjort flera förvärv presterar sämre än de som bara gjort ett under en treårsperiod, där den kortsiktiga abnormala avkastningen i genomsnitt är 0,4 procentenheter lägre för de företag som gjort flera uppköp.

- Ju fler förvärv ett företag har genomfört före sin börsnotering, desto större blir underprissättningen.

Hypotes 2

Troligtvis har de förvärv som genomförts närmre inpå börsnoteringen en större påverkar än de som genomförts för länge sedan. Därför har vi valt att även undersöka hur antalet genomförda företagsförvärv de senaste 4 åren före börsnoteringen påverkar underprissättningen.

- Ju fler förvärv ett företag har genomfört de 4 senaste åren före sin börsnotering, desto större blir underprissättningen.

Hypotes 3

Utifrån Kenglebach et als studie kan vi se att tid mellan uppköp och den abnormala avkastningen har ett positivt samband, vi vill därför testa om detta samband tas i beaktande av investerarna och därmed skulle ge effekt på underprissättningen vid en börsnotering. Vi tror att tiden mellan det senaste genomförda företagsförvärvet och börsnoteringen påverkar storleken på underprissättningen. Detta eftersom om det senaste förvärvet genomförts nyligen så har organisationerna inte haft tid att integreras, vilket bör vara en riskfaktor som investerarna beaktar.

⁵⁹ Selden, L., & Colvin, G. (2003). M&a needn't be a loser's game

⁶⁰ Ferris, S., Jayaraman, N., & Sabherwal, S. (2013). Ceo overconfidence and international merger and acquisition activity.

⁶¹ Christensen, C., Alton, R., Rising, C., & Waldeck, A. (2011). The big idea: The new m&a playbook.

⁶² Kenglebach, J., Klemmer, D., Schwetzler, B., & Sperling, M. (2012). An anatomy of serial acquirers, m&a learning, and the role of post-merger integration

- Ju närmre inpå börsnoteringen som det senaste företagsförvärvet genomfördes, desto större blir underprissättningen.

Hypotes 4

Den sista hypotesen skiljer sig åt från de andra hypoteserna då denna inte behandlar historiska uppköp utan istället förvärv som eventuellt kommer att ske i framtiden. Som tidigare beskrivits så är utfallet från företagsförvärv ovisst. Därför borde investerare kräva en större underprissättning för företag som har en tydlig framtida förvävsstrategi än för de företag som planerar att enbart växa organiskt.

- Företag som har en uttalad förvävsstrategi får en större underprissättning.

3. Praktiska referensramar

Detta kapitel förklarar värdepappersinstitutets roll vid en börsnotering och beskriver även gällande lagar och regler angående utfärdandet av prospekt.

3.1 Värdepappersinstitut

Ett värdepappersinstitut är vanligtvis en bank som agerar samordnare när börsnoteringen ska realiseras. Ett värdepappersinstitut kan exempelvis ha som uppgift att tillhandahålla information om vad företaget erbjuder i samband med noteringen och sköter generellt sett allt det administrativa gällande noteringen. Vid en nyintroduktion behöver även andra parter vara inblandade för legal och finansiell granskning, exempelvis jurister och investmentbanker. Kontakt behöver även tas med den marknadsplats där företaget avser att aktierna ska noteras. Det är svårt för marknaden att värdera ett bolag som ska noteras korrekt och därför gör värdepappersinstitutet djupa analyser om företagets legala och finansiella ställning. Bland annat tas företagets avtalsmässiga situation i beaktande när det kommer till den legala delen. I den finansiella analysen granskar en revisor om företagets räkenskaper stämmer överens med bolagets historia. Vid börsnoteringar är det vanligt att det ansvariga värdepappersinstitutet tar på sig rollen som garant, det innebär att de tar på sig att köpa upp aktier som inte blir sålda vid introduktionen. Detta regleras av ett avtal som det nyintroducerande företaget och värdepappersinstitutionen ingår, ett så kallat placeringsavtal.⁶³

3.2 Prospekt

Vid en börsnotering är det viktigt att alla potentiella investerare får ta del av samma information och detta görs genom att företaget ger ut ett prospekt inför sin börsnotering.⁶⁴ Prospektet skall vara lätt att läsa och analysera, vara sammanhängande, fullständig och i överensstämmelse med prospektförordningen samt lagen om handel med finansiella instrument.⁶⁵ Ofta överläts upprättandet av prospektet till ett värdepappersinstitut eftersom Finansinspektionen har höga krav på prospektet och måste godkänna dess innehåll, samt att den måste vara tillgänglig för allmänheten minst en dag innan noteringen.⁶⁶

För att få prospektet godkänt ska prospektet innehålla en innehållsförteckning, sammanfattning, potentiella riskfaktorer associerat med företaget samt en stor mängd övriga uppgifter. I sammanfattningen ska bland annat väsentliga uppgifter och risker förenade med företaget och aktien, erbjudandets villkor och de kostnader erbjudandet medför investeraren. Även motivet till

⁶³ D'Agostino, R., Hellgren, P., & Fröderberg, V. Finansinspektionen, (2007). *Processen vid nyintroduktioner och emissioner.*

⁶⁴ Ibid

⁶⁵ Finansinspektionen. (2012). *Vägledning granskning av prospekt.*

⁶⁶ D'Agostino, R., Hellgren, P., & Fröderberg, V. Finansinspektionen, (2007). *Processen vid nyintroduktioner och emissioner.*

börsnoteringen och vad kapitalet senare ska användas till ska tydliggöras. Företagets finansiella ställning ska på ett korrekt sätt redovisas och ska innehålla resultaträkning, balansräkning, kassaflödesanalys och nyckeltal som anses vara lämpliga, samt vilken redovisningsprincip som tillämpats vid upprättandet av resultat- och balansräkning.

Riskfaktorerna företaget beskriver ska inte vara av generell natur utan vara företagsspecifika och även konsekvenserna av riskerna ska redovisas. Dessa är de viktigaste uppgifterna i ett prospekt eftersom alla investeringar är förenade med risk men vad som skiljer just detta företag från övriga är grunden till investeringsbeslutet. Information som prospektet, vilket ska återspegla företaget historia och utveckling, måste innehålla är bland annat betydande investeringar, vilket förvärv är ett talande exempel på. Det måste exempelvis framgå om det handlar om förvärv av hela bolag eller delar av bolag, samt vilka kostnader som förvärvet gett upphov till under de tre senaste åren.⁶⁷ Prospektet ska även innehålla uppgifter om hur många aktier som ges ut samt till vilket pris eller vilken prissättningsmetod som tillämpas.⁶⁸

⁶⁷ Finansinspektionen. (2012). *Vägledning granskning av prospekt*.

⁶⁸ D'Agostino, R., Hellgren, P., & Fröderberg, V. Finansinspektionen, (2007). *Processen vid nyintroduktioner och emissioner*.

4. Empirisk metod

Kapitlet redogör inledningsvis för studiens metodval och datainsamling. Därefter beskrivs operationaliseringen samt de statistiska tester och analyserna som kommer att användas. Avslutningsvis behandlas studiens reliabilitet och validitet.

4.1 Metodval och angreppssätt

Uppsatsen följer huvudsakligen den kvantitativa metodologin, där en tvärsnittsdesign har valts. Detta innebär att en förhållandevis stor mängd data har samlats in och att detta har gjorts från flera olika källor. I denna uppsats utgörs dessa källor i första hand av de prospekt som företag har presenterat i samband sin börsnotering. Den insamlade kvantitativa informationen ligger sedan till grund för den statistiska prövningen av studiens hypoteser. Utöver detta rymmer uppsatsen även en kvalitativ expert-intervju, med Annika Sigfrid och Philip Barsk från Nordea. Detta gjordes med förhoppningen om att intervjun ska berika analysen med ytterligare en infallsvinkel, från yrkeskunniga personer med god kunskap inom det studerade området.

Eftersom studiens empiriska data främst består av insamlad numerisk data från prospekt kommer uppsatsen fokusera på en positivistisk metodologi, då empirin i stora drag kommer följa de fem innebörderna för positivism, som nämns nedan:⁶⁹

1. Vara fenomenalistisk, det vill säga riktig kunskap kan endast bekräftas via sinnen.
2. Teorin har som syfte att vara deduktivistisk, teorin står till grund för hypoteser som sedan prövas för att kunna ta ställning till förklaringar.
3. Fakta utgör grund före regelbundenheter vilket man sedan uppnår kunskap genom, även kallat induktivism.
4. Vetenskapen ska vara objektiv.
5. Att ett normativt påstående skiljer sig markant från ett vetenskapligt påstående och det är det vetenskapliga som hör till positivismen.

Den intervju som kommer att göras följer däremot en mer hermeneutiskt metodologi, där såväl författarnas subjektiva uppfattning som respondentens perspektiv tas i beaktande. Med hänsyn till ovanstående kommer uppsatsen främst utgå från den kvantitativa skolan, men kommer även att ta stöd från den kvalitativa i och med expert-intervjun. Att kombinera dessa båda metoder kallas för kombinationsstudie och är ett mer och mer frekvent förekommande fenomen inom forskningsvärden.⁷⁰ En kombinationsstudie syftar till att kombinera kvalitativ och kvantitativ

⁶⁹ Bryman, A., & Bell, E. (2013). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*

⁷⁰ Eriksson, L. T., & Paul, F. (2001). *Att utreda, forska och rapportera*

forskning för att på så sätt stärka fördelarna och försvaga nackdelarna. Författarna har dock endast utgått ifrån en expert-intervju vilket innebär att metoden inte riktigt kan antas vara en kombinationsstudie utan snarare, som tidigare nämnt, en kvantitativ studie som tar stöd i det kvalitativa. Vårt syfte med detta är dock den samma som vid en renodlad kombinationsstudie, att genom den kvantitativa insamlingen av empirisk data få fram en objektiv verklighet genom att pröva den befintliga teorin från prospekten. Genom den kvalitativa empirin vill vi få en djupare förståelse för hur en kunnig person inom området tolkar våra frågor och vidare även sin egen verklighet. Detta ger, i vår mening, uppsatsen en större tyngd och en kvalitativ intervju var att föredra med hänsyn till den begränsade forskning som finns inom området.

4.2 Deduktion med stöd av induktion

Induktion och deduktion beskriver hur forskaren förhåller sig till sambandet mellan empiri och teori. För att förklara begreppen kortfattat är deduktiv forskning när tidigare teori ligger till grund för de observationer och resultat forskaren slår fast, teorin ska alltså forma hypoteser som är testbara.⁷¹ Induktiv forskning är nästan tvärtom gentemot deduktiv forskning. Den induktiva forskningen grundar sig på att de observationer och resultat studien genererar ska ligga till grund för teorin.⁷² Den här uppsatsen kommer främst att använda sig av det deduktiva från vår kvantitativa undersökning men kommer även att söka stöd från det induktiva i och med vår expert-intervju. Uppsatsen kommer vidare att använda sig av en positivistisk kunskapsteoretisk ståndpunkt, där både induktion och deduktion ingår.⁷³ Uppsatsen kommer att ta befintlig teori i beaktande vid formulering av slutsatser, men det är även författarnas mål att uppsatsen också ska generera en del ny teori. Uppsatsen eftersträvar fördjupning inom området, snarare än att förkasta sedan tidigare befintliga teorier.

4.3 Urval och datainsamling

4.3.1 Kvantitativ del

För att möjliggöra den kvantitativa delen av studien krävs ett omfattande datainsamlingsarbete. Information om vilka börsnoteringar som har genomförts på NASDAQ OMX Nordic Stockholm hämtades från Nasdaqs hemsida.⁷⁴ För att en börsnotering ska inkluderas i urvalet ska den ha genomförts mellan januari 2007 och april 2014. Denna tidsavgränsning har främst gjorts på grund av att det enbart är prospekt från denna tidsperiod som finns tillgängliga på Finansinspektionen

⁷¹ Ibid

⁷² Bryman, A., & Bell, E. (2013). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*

⁷³ Bryman, A. (2002). *Samhällsvetenskapliga metoder*.

⁷⁴ Nasdaq OMX. *Nya listningar*.

hemsida.⁷⁵ Insamling av sekundärdata görs sedan från dessa prospekt men även från internetbanken Avanzas hemsida⁷⁶, där stängningskursen från första handelsdagen inhämtats. I de fall teckningskursen har bestämts efter ett anbudsförfarande har teckningskursen hämtats från en hemsida som heter Nyemissioner.⁷⁷ Urvalet inkluderar enbart så kallade rena börsnoteringar, vilket innebär att omlistningar och sekundärlistningar ej inkluderas i urvalet. Anledningen till att omlistningar har exkluderat är på grund av underprissättningen inte kan beräknas då aktien redan handlas på börsen. Sekundärlistningar exkluderas eftersom de särskiljer sig från en ren börsnotering eftersom det redan finns mycket offentlig informationen om emitterande företaget, vilket tämligen borde reducera underprissättningens storlek och medför ett snedvridet resultat i studien.

4.3.2 Expert-intervjun

Den kvalitativa empirin består av en semi-strukturerad intervju med Nordeas Head of Equity Capital Markets; Annika Sigfrid samt Philip Barsk. Intervjun har en semi-strukturerad form vilket innebär att den utgår från ett förutbestämt frågeschema, men att det samtidigt också fanns möjlighet att avvika från detta beroende på hur intervjun utvecklas. Frågorna kan exempelvis ställas i en annorlunda följd jämfört med frågemallen, eller formuleras annorlunda beroende på vilka svar som respondenten ger. Det är dessutom en intervjuform som tillåter följdfrågor och det var denna flexibilitet som bidrog till att valet föll på denna form av intervju. En intervju som vi upplever kompletterar den i övrigt strikt kvantitativa ansatsen på ett bra sätt.⁷⁸ Det frågor som utgjorde mall i intervjun hittas i bilaga 1.

4.4 Operationalisering

I detta avsnitt kommer de variabler som används i studien samt hur vi har valt att klassificera dem att förklaras. Vissa av variablerna som inhämtades från prospekten var problematiska och därför behöver dessa motiveras och förtydligas.

4.4.1 Beroende variabel

Den beroende variabeln är den variabel som den uppställda regressionsmodellen ska försöka förklara. I denna studie har underprissättningen valt som beroende variabel.

Underprissättning

Storleken på underprissättningen beräknas enligt den beskrivna formeln i avsnitt 2.2.3 Underprissättning, vilket innebär att underprissättning mäts i procent. Underprissättning kan ses som en riskpremie som tillfaller de investerare som tecknat aktien innan den kan handlas på börsen. Denna riskpremie kan ses som en sorts belöning för att de tecknat aktien innan det finns speciellt

⁷⁵ Finansinspektionen. *Prospektregistret*.

⁷⁶ Avanza.

⁷⁷ Nyemissioner.

⁷⁸ Bryman, A., & Bell, E. (2013). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*

mycket information om dess rätta marknadsvärde. I vår studie indikerar en positiv underprissättningsvariabel att aktien har underprissatts medan ett negativt tal innebär att aktien har överprissatts.

4.4.2 Oberoende förvärvsvariabler

Med oberoende förvärvsvariabler menas de oberoende variablerna som är konstruerade för att besvara syftet samt de uppställda hypoteserna i studien.

Förvärv totalt

Denna variabel beskriver hur många företagsförvärv ett företag har gjort under sin livstid fram tills börsnoteringen, enligt deras prospekt. Vi har enbart inkluderat kompletta företagsförvärv och inte tagit hänsyn till uppköp som inte har omfattat hela företaget. Informationen om förvärvet är komplett eller inte framgår inte alltid helt tydligt i prospektet, utan en genomläsning av större delen av prospektet har varit nödvändig för att inhämta informationen. Det har därför, i vissa fall, varit problematiskt att avgöra vad som ska klassas som ett komplett företagsförvärv och då har den enskilda bedömningen varit avgörande.

Förvärv senaste 4 åren

Enligt samma metod och definition av förvärv som ovan beskrivet i avsnittet om Förvärv totalt är denna variabel ett mått på antalet genomförda förvärv de 4 senaste åren före börsnoteringen. Att ett företag har förvärvat företag under de senaste 4 åren innebär att den uppköpta organisationen eventuellt fortfarande håller på att integreras i den befintliga organisationen, vilket kan vara problematiskt.

År sedan senaste förvärv

Denna variabel beskriver antalet år mellan börsnoteringen och det senaste genomförda företagsförvärvet. I de fall företaget inte har gjort något företagsförvärv under sin livstid kan denna variabel ej tilldelas något värde. Eftersom vår hypotes är att variabelns påverkan är större ju närmre in på börsnoteringen som det senaste förvärvet genomfördes, har vi fått klassificera om variabeln. När ett förvärv genomförts för 1 år sedan, tilldelas denna värdet 14 och för det företaget som genomförde sitt senaste förvärv för 14 år sedan tilldelas värdet 1. Anledningen till detta är på grund av att 14 är den längsta tiden mellan senaste förvärvet och börsnoteringen i studiens datamaterial.

Uttalad förvärvsstrategi

Om det börsnoterade företaget i sitt prospekt har angett att de planerar att uppnå tillväxt genom att göra företagsförvärv i framtiden så tilldelas denna variabel värdet 1. Om företaget inte har en sådan framtida förvärvsstrategi så tilldelas variabeln värdet 0. Detta är en så kallad kvalitativ variabel

och det är svårt att på ett rättvist och objektivt sätt avgöra om ett företag har en framtida förvävsstrategi eller inte. För att göra denna variabel mer inbördes jämförbar har endast en författare hämtat all data för denna variabel. För att verifiera att en så riktig tolkning som möjligt har gjorts har även ytterligare en av författarna slumpmässigt kontrollerat ett par av observationerna för att kontrollera att det finns en gemensam tolkning.

4.4.3 Oberoende kontrollvariabler

Med oberoende kontrollvariabler menas de oberoende variablerna som troligtvis har en påverkan på den beroende variabeln men inte har någon koppling till studiens syfte eller hypoteser.

Bransch

Att välja hur vi skulle gruppera företagen i olika branscher var problematiskt. Då denna studie görs med relativt få antal mätpunkter vill vi hålla nere antalet oberoende variabler och därmed är det lämpligast att endast använda en dummy variabel för att indikera företagets branschtillhörighet. Vi har valt att klassificera företaget utifrån hög- respektive låg kunskapsintensitet. Branscher med hög kunskapsintensitet har kodats som 1, dit räknas exempelvis branscherna läkemedel och IT. Branscher med låg kunskapsintensitet har kodats som 0, exempelvis branscherna dagligvaruhandel, fastighet och material.

Prissättningsmetod

Teckningskursen för börsnoteringar kan fastställas på fleras olika sätt, se kapitel 2.2.3. De vanligaste prissättningsmetoderna är att teckningskursen sätts till ett fast pris eller bestäms genom en auktion. Om aktiens teckningskurs fastställts efter ett auktionsförfarande så tilldelas variabeln värdet 1. Har aktierna istället sålts till fast pris så får variabeln värdet 0.

Börslista

Studien inkluderar börsnoteringar från både NASDAQ Main Market och First North. Eftersom dessa handelsplatser har betydande skillnader såsom storlek på företagen samt regelverk så har vi valt att skilja på dessa båda börslistorna. De företag som är noterade på Main Market har kodats med 1 medan de som är noterade på First North tilldelas värdet 0.

Årlig ökning i omsättning

Den årliga procentuella tillväxten i omsättning är ett mått på tillväxttakten i företaget före börsnoteringen. För de flesta observationerna har den genomsnittliga tillväxttakten beräknats för de senaste 3 åren före börsnoteringen. Det har dock inte varit möjligt att använda sig av 3 år för alla observationerna då vissa prospect inte innehåller resultaträkningar så långt tillbaka i tiden,

alternativt att företaget inte har existerat så länge. Därför har den genomsnittliga tillväxttakten i vissa fall varit tvungen att beräknats för enbart 1 eller 2 år.

Årlig personalökning

Även denna variabel är ett mått på företagets årliga procentuella tillväxthastighet. Målsättningen var att få den genomsnittliga årliga procentuella ökningen i antalet anställda de senaste 3 åren men likt variabeln "Årlig ökning i omsättning" så saknas i vissa fall information om antalet anställda under tidigare år helt och ibland finns det bara information för det senaste respektive de 2 senaste åren.

Börsnoteringens storlek av andelen aktier

Vid en börsnotering är det vanligtvis inte alla aktier som bjuds till teckning, utan ofta vill de tidigare ägarna behålla en viss del av aktieinnehavet. Denna variabel anger i procent hur stor andel av antalet aktier som investerarna maximalt kan teckna, inklusive överteckningsmöjligheter i de fall detta är möjligt.

Börsnoteringens storlek av andelen röster

I vissa fall har det börsnoterande företaget A- och B-aktier med olika röstandelar. Om detta finns kommer börsnoteringens storlek i antalet röster skilja sig åt från börsnoteringens storlek av andelen aktier. A- och B-aktier används för att huvudägarna ska kunna behålla kontrollen över företaget samtidigt som de gess möjlighet att ta in nytt eget kapital från marknaden.

Företagets ålder

Företagets ålder beskriver hur många år företaget har varit verksamt fram till dess börsnotering.

4.5 Statistiska tester och analyser

I detta avsnitt görs en kort genomgång av de tester som i genomförs i avsnittet Resultat och analys.

4.5.1 Univariat analys

Vid en univariat analys tas beskrivande statistik fram om studiens data. Vi kommer först att analysera den beroende variabeln – Underprissättning för att sedan fortsätta med de oberoende variabelerna. Den univariata analysen kommer i denna studie innefatta: fördelning, max- och minvärde, centralmått samt spridning för respektive variabel.⁷⁹

⁷⁹ Djurfeldt, G., Larsson, R., & Stjärnhagen O. (2010)

4.5.2 Bivariat analys

I en bivariat analys studeras sambandet eller samvariationen mellan två stycken variabler. Detta görs för att kunna analysera den eventuella orsaksrelationen som samvariationen kan avspegla.⁸⁰ I denna studie används Pearsons korrelation för att göra den bivariata analysen. Denna analys ligger även till grund för vilka variabler som ska inkluderas i den multivariata analysen.

Korrelationsanalys

Korrelation är ett statistiskt normerat mått som anger styrkan på linjära samband mellan två stycken variabler åt gången. Korrelation är oberoende av måttenheten på de variabler som analyseras, vilket möjliggör jämförelse mellan variabler av helt skilda slag.⁸¹ Storleken på ett korrelations samband anges mellan -1 till +1. En korrelationskoefficient som har ett värde större än 0 innebär att det finns ett positivt samband och en korrelationskoefficient som är mindre än 0 innebär att det finns ett negativt samband mellan variablerna. Det är viktigt att ha i åtanke att korrelationen inte ger någon information om det kausala sambandet mellan variablerna. Det innebär alltså att det inte går att dra några slutsatser om orsak-verkan sambandet utifrån enbart en korrelationsanalys.⁸²

4.5.3 Multivariat analys

Multivariat analys innebär att fler än en oberoende variabel kan användas för att förklara orsakssambandet mellan dem och den beroende variabeln. I vår studie är orsaksförhållandet gällande storleken på underprissättningen väldigt komplex, då det finns mängder med faktorer som kan påverka dess storlek. En multivariat analys ger efter de univariata och bivariata analyserna möjligheten att fortsätta kartläggningen av den komplexa bilden bakom orsakerna till ett fenomen. Av denna anledning är en multivariat analys nödvändig för att uppnå syftet med denna studie.⁸³

Multipel linjär regression

Utifrån studiens syfte, uppställda hypoteser samt avvägningar har multipel linjär regression valts som underökningsmodell. Denna metod anses i detta fall vara den mest lämpliga eftersom studien är avsett till att analysera variationen i underprissättningen vid börsnoteringar med hjälp av flera olika förklarande variabler.⁸⁴ Detta val av modell möjliggör en analys och tolkning av de förklarande variabelernas inverkan på underprissättningen. Fördelen med att använda en multipel linjär regression är att den hanterar flera oberoende variabler på en gång till skillnaden från den enkla linjära regressionsmodellen.

⁸⁰ Ibid

⁸¹ Andersson, G., Jorner, U., & Ågren A. (2007).

⁸² Ibid

⁸³ Ibid

⁸⁴ Körner, S., & Wahlgren, L. (2006).

Den beroende variabeln ses som en funktion av de oberoende variablerna plus en felterm, även kallat residual. En regression använder sig av en matematisk uträkning kallad minsta kvadrat metoden för att fastställa de oberoende variablernas koefficienter. För att den multipla linjära regressionen inte ska leda till fel och snedvridna resultat är det viktigt att undersöka det ingående datamaterialets heteroskedasticitet och multikollinearitet.

Heteroskedasticitet innebär att det råder en ojämn spridning över undersökningsmaterialet emedan multikollinearitet betyder att det råder samvariation mellan en eller flera av de oberoende variablerna.

Hur väl regressionsmodellen förklarar variationen i underprissättningen mäts med ett mått som kallas determinationskoefficienten. Den anger hur stor del av underprissättningen som förklaras av förändringen i de oberoende variablerna.⁸⁵ I denna studie har programmet SPSS använts för att göra de multipla linjära regressionerna.

4.6 Uppsatsens trovärdighet

Enligt Bell och Bryman är tre av de viktigaste kriterierna vid bedömningen av en studie dess reliabilitet, replikerbarhet samt validitet.⁸⁶

4.6.1 Replikerbarhet och reliabilitet

Replikerbarheten står för möjligheten av att återupprepa en redan gjord undersökning. För att kunna replikera en tidigare studie så måste det finnas en väl beskriven metod om hur uppsatsen är gjord. Reliabiliteten betyder att undersökningen ska visa samma resultat om den genomfördes på nytt, alltså om mätningen är pålitlig och följdriktig eller om den påverkas av slumpmässiga betingelser. Denna uppsats är replikerbar i avseende på den kvantitativa delen som inte innehåller subjektiva variabler. Prospekten och aktiekurserna är offentliga och eftersom vi använder oss av historiska värden kommer det inte att ändras. De delar i den kvantitativa delen som innehåller variabler som bedöms subjektivt kan ha problem med reliabilitet, då det i dessa fall är upp till författaren att göra bedömningen avseende dessa variabler. Den kvalitativa delen av uppsatsen, där subjektiva tolkningar förekommer, blir därmed även den svår att replikera exakt. Alla källor som används står i källhänvisningen och författarna har uppfattningen att uppsatsen håller en bra nivå sett till både reliabilitet och replikerbarhet.⁸⁷

⁸⁵ Djurfeldt, G., & Barmark, M. (2009).

⁸⁶ Bryman, A., & Bell, E. (2013). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*.

⁸⁷ Ibid

4.6.2 Validitet

Validiteten handlar om det mått för begrepp som används verkligen mäter begreppet ifråga, om slutsatserna som kommer från undersökningen hänger ihop eller om de inte gör det. Inre validitet är hur väl begreppen och de mätbara definitionerna av begreppen hör samman. Vi har en variabel som lyder; "Företaget har en uttalad framtida förvävsstrategi" med en variabel lik denna gäller det att hitta empiriska kriterier som ska visa på en rimlig uppfattning av vad begreppet egentligen betyder.⁸⁸ Överlag så är det författarnas uppfattning att validiteten i uppsatsen är bra då många av våra mätningar bygger på sedan tidigare beprövade metoder.

4.7 Källkritik

Enligt Torsten Thuren ska en källa bedömas enligt kriterierna äkthet, tidssamband, oberoende och tendensfrihet. Äkthet innebär att källan ska vara det den utger sig från att vara. Tidssamband betyder att desto längre tid det går mellan att en händelse sker och tills den skrivs ner ökar skälen att tvivla på källans riktighet. Att en källa är oberoende innebär att påståendet kommer direkt från ursprungskällan. Tendensfrihet är att en källa ska vara fri från personliga, ekonomiska, politiska eller andra intressen, då detta skulle kunna ge incitament för källan att förvränga verkligheten.⁸⁹

Studiens insamlade empiri kommer från prospekt som är inhämtade från finansinspektionens hemsida, prospekten är dock utgivna av företagen själva och det är inte svårt att tro att företagen försöker ge en så positiv bild som möjligt om sig själva inom de regler och lagar som gäller för ett prospekt, vid inspektion av prospekt är det där med befogat att fundera på hur tendensfri prospektet egentligen är. Förutom prospekten så har vi använt oss av mer övergripande litteratur bland annat har vi i stor utsträckning använt oss av Berk och Demarzo i våra förklarande delar, denna bok är skrivna av två respekterade författare och används även som kurslitteratur värden över, bland annat på Lunds Universitet vilket ger den en större tyngd som en användbar källa. Förutom den mer övergripande litteraturen så har vi använt oss av ett brett spektrum av vetenskapliga artiklar för att skapa oss en bättre uppfattning om ämnet genom att ta till oss och reflektera över samt skriva ner olika författares fakta, åsikter och slutsatser. Dessa artiklar har valts efter dess användbarhet i uppsatsen samt efter hur väl artiklarna passar in på Torsten Thurens kriterier. Vi har i så stor utsträckning som möjligt använt oss av publicerade artiklar från kända och respekterade journaler.

⁸⁸ Eriksson, L. T., & Paul, F. (2001). *Att utreda, forska och rapportera*

⁸⁹ Thurén, T. (2005). *Källkritik*

Den kvalitativa expert-intervjun är gjord med två stycken anställda på banken Nordea där det finns vinstintressen och tendensfriheten kan därmed ifrågasättas. Dock så är det författarnas uppfattning att intervjupersonerna är professionella och att de svar som framkom från intervjun är hederliga samt trovärdiga. Fler intervjuer skulle med fördel ha kunnat genomföras för att förbättra trovärdigheten och för att inhämta fler infallsvinklar, men på grund av begränsad tid samt sent återbud från ytterligare intervjupersoner så var detta inte möjligt i denna studie.

5. Empiri och analys

Först presenterar resultatet från den kvalitativa expert-intervjun. Efter det görs den kvantitativa analysen med hjälp av en univariat-, bivariat- och multivariat analys.

5.1 Kvalitativ intervju

I detta avsnitt kommer resultaten från den kvalitativa intervjun att presenteras samt analyseras av denna med hjälp av teorin. Denna del syftar till att jämföras med resultaten från den kvantitativa delen, samt att skapa en större förståelse för ämnet och senare även fungera som en brygga över slutsatserna.

Intervjun är gjord med Annika Sigfrid, vars befattning är Head of Equity Capital Markets på Nordea Sweden. Sigfrid som har tidigare varit chef för Equity Capital Markets på ABG Sundal Collier där hon bland annat ansvarade för börsintroduktionerna av Arise Windpower och Byggmax. Sigfrid assisterades av Philip Barsk ECM Associate vid intervjutillfället.

Intervjun har utgått ifrån ett eget upprättat frågeformulär, se bilaga 1.

Annika Sigfrid menar att underprissättning delvis kan beror på att bolag som står i begrepp att börsintroduceras inte har någon tidigare historik på börsen, vilket leder till en större osäkerhet kring företagets prestationsförmåga vilket i sin tur medför att investerare kräver kompensation för den risk det innebär att investera i en notering. Detta kan härledas till Ritter och Welch teori⁹⁰ om asymmetrisk information där det utfärdande företaget har en större kunskap om företaget än investerarna och det utfärdande företaget väljer därmed att sänka priset på sina aktier för att signalera kvalitet. Vidare anser Sigfrid att underprissättning inte är en korrekt benämning för skillnaden mellan teckningskurs och aktiekursen första handelsdagen, utan föredrar istället att kalla det för noteringsrabatt. Hon menar att den prissättning som sker vid teckningstillfället matchar det värdet som marknaden sätter på en viss tillgång vid teckningstillfället, och att aktien av den anledningen är har underprissatts. En definition av underprissättning som inte överensstämmer med den som Berk och Demarzo⁹¹ presenterar. En möjlig förklaring till detta kan vara att Sigfrid arbetar på ett värdepappersinstitut och att börsnoteringsrabatt är ett ord som är förenat med positiva konnotationer i högre grad än underprissättning.

Angående studiens frågeställningar, som handlade om tidigare förvärv och deras effekt på underprissättningen vid börsnoteringen, menar Sigfrid att företag som under de senaste åren genomfört uppköp kommer ha en högre trovärdighet vid framtida uppköp, jämfört med andra

⁹⁰ Ritter, J., & Welch, I. (2002). A review of ipo activity, pricing, and allocations

⁹¹ Berk, J., & DeMarzo, P. (2014). *Corporate finance*.

företag som inte har en historia av uppköp. Flera framgångsrika uppköp innan noteringen kan bidra till en värderingspremie, då företaget historiskt sett visat att de kan göra förvärv och integrera de uppköpta företaget på ett bra sätt. Företag som endast har gjort förvärv strax innan sin börsnotering har ännu inte bevisat att de kan göra lyckade integrationer mellan företag och generera eventuella försäljnings- eller kostnadssynergier. Barsk menar att eventuell påverkan på underprissättning för företag som nyligen har gjort förvärv främst beror på företagets historik. När ett företag har en historia av att göra förvärv och om dessa har varit lyckade ska förvärven inte spela någon roll på underprissättningen. Om förvärvet däremot är en engångshändelse, eller en förstagångshändelse, är det mer troligt att detta har en effekt på underprissättningen. Detta eftersom dessa företag då inte förvänta sig att marknaden betalar fullt ut för potentiella synergier. Investerare kan vid noteringstillfället förväntas kräva ytterligare kompensation för riskerna kopplade till förvärvet. Både Barsk och Sigfrid menar att de företag som inte visar en historia av flera uppköp kan få problem med att generera synergier och att detta i sin tur kan ha effekt på underprissättningen. Detta kan troligtvis härledas till att de företag som endast har gjort ett uppköp inte kan motbevisa att uppköpet grundar sig på Selden och Colvin⁹², Ferris et al.⁹³ samt Christensens et al.⁹⁴ teorier om ledningen eller VD:ns felbeslut vid förvärv. De som endast har gjort uppköp en gång visar samtidigt inte upp någon historik på att de klarar av att integrera företagen vilket enligt Frasers⁹⁵ studie är en viktig del till att uppnå uppsatta synergier.

Vidare så hävdar Sigfrid att underprissättningen även påverkas av om företaget har någon uttalad förvärvsstrategi eller inte. Om ett företag har som målsättning att genomföra framtida förvärv är det exempelvis fördelaktigt om företaget kan visa upp en historik där de faktiskt har gjort förvärv. Om företaget har gjort förvärv och integrerat dessa effektivt adderar det sedan trovärdighet till de utsatta målen. Har ett företag inte gjort tidigare förvärv och därmed inte visat att de klarar av att effektivt integrera förvärv kommer företaget ha en relativt sett mindre trovärdighet i sin förvärvsstrategi och investerare är då mindre benägna att betala en premie för framtida förvärvsrelaterat värdeskapande. Tidigare förvärv som varit mindre framgångsrika tenderar, enligt Sigfrid, också att ge en medföljande sämre värdering. Det är med andra ord av stor betydelse för företagen att arbeta med integrationen av sina förvärv innan de går ut på marknaden och Sigfrid hade ställt sig tveksam till om en börsintroduktion är lämplig i ett fall där företaget inte kan trovärdigt påvisa effekterna av ett förvärv. Om företaget har gjort ett större förvärv innan noteringen

⁹² Selden, L., & Colvin, G. (2003). M&a needn't be a loser's game.

⁹³ Ferris, S., Jayaraman, N., & Sabherwal, S. (2013). Ceo overconfidence and international merger and acquisition activity..

⁹⁴ Christensen, C., Alton, R., Rising, C., & Waldeck, A. (2011). The big idea: The new m&a playbook.

⁹⁵ Frensch, F. (2006). *The social side of mergers and acquisitions*.

kommer det att vara stort fokus på hur den integrationsprocessen sett ut, vilka synergier som utvunnits vid noteringstillfället samt potentialen för att synergieffekterna ska bli ännu större när bolaget genomfört sin börsnotering.

Angående om det går att undanhålla uppköp i prospektet anser Sigfrid att när förvärv ska beskrivas i prospektet handlar det egentligen inte om hur bolaget vill beskriva den egna verksamheten, utan företaget beskrivs istället utifrån de direktiv som finns uppsatta från finansinspektionen. Sigfrid menar att vid mindre förvärv, som exempelvis bara inbegriper 2 % av företagets storlek, så konsoliderar man in de och nämner vanligtvis bara helt kort i prospekt att de har köpt företaget. Är förvärvet större och det rör sig om kanske närmare hälften av företagets verksamhet kommer detta däremot i hög grad påverka prospektet och dess utformning, då det kommer ges mer utrymme i förhållande till om det hade varit ett mindre förvärv. De som skriver under prospektet är senare de som också är ansvariga för den information som står i det. Sigfrid ställer sig här tveksam till att någon person i ett större bolags styrelse skulle vara villiga att skriva under ett prospekt om de inte ansåg att prospektet speglade verkligheten, vilken skulle indikera att risken att det skulle ske är liten. Sigfrid menar vidare att det inte heller finns något positivt med att dölja eventuella brister och svagheter i prospektet, utan när en börsintroduktion ska göras bör företaget tvärtom vara fullständigt transparent. Detta för att investerarna själva ska kunna göra egna bedömningar kring företagets tillstånd, med rättvisande underlag till hands. Hon invänder dock slutligen att "vissa rådgivare ger dock olika rekommendationer, om vi på Nordea skulle uppfatta att någonting inte stämde med verkligheten så skulle vi inte rekommenderas att bolaget skulle börsintroduceras. Om företaget har något att dölja så ska man inte fundera på att börsintroduceras". Sigfrids svar indikerar att det inte finns något positivt med att dölja negativa saker i prospektet och att värdepappersinstituten tenderar att avråda företag som inte är redo att börsnoteras. Om man analyserar det Sigfrid säger i relation till Hsu, Young och Wang⁹⁶ amerikanska studie verkar det finnas skillnader på hur amerikanska värdepappersinstitut och dess svenska motsvarigheter väljer att utforma sina prospekt. Hsu, Young och Wang påstår att de flesta nymoterade företagen väljer att inte nämna tidigare uppköp och fusioner i prospektet, vilket innebär att investerarna inte kan värdera företaget på ett adekvat sätt. Sigfrid menar att företag som ska börsnoteras inte ska ha något att dölja och att det inte finns något positivt med att dölja svagheter i prospektet, allt för att ge investerarna en transparent bild av företaget så att de kan göra en egen bedömning av företaget med all viktig och relevant information tillgänglig.

⁹⁶ Hsu, J., Young, W., & Wang, H. (2012). Pre-ipo acquirers' issuance cost and long-run performance: Do their m&a disclosures matter?

5.2 Univariat analys

Den univariata analysen redogör om deskriptiv statistik för de variabler som ingår i studien. Detta avsnitt kan ses som ett inledande bearbetningsarbete av studiens insamlade data, som sedan ligger tillgrund för den bivariata- och den multivariata analysen.

5.2.1 Underprissättning - beroende variabel

I denna studie har storleken på underprissättningen uttryckt i procent valts som beroende variabel. Det är 49 stycken börsnoteringar som ingår i studien och dessa har följande fördelning över den valda undersökningsperioden, se tabell 1 nedan.

År	Antal
2007	18
2008	3
2009	1
2010	5
2011	9
2012	2
2013	6
2014	5

Tabell 1 Studiens urval av börsnoteringar

Att den större delen av börsnoteringarna i urvalet kommer från 2007 beror på den finanskris som infann sig 2008 som drastiskt minskade antalet börsnoteringar.⁹⁷ Efter krisen har antalet rena börsnoteringar varit betydligt lägre än före krisen.

I tabellen 2 nedan presenteras beskrivande statistik för underprissättningsvariabeln.

	Antal	Minimum	Maximum	Medel	Standardavvikelse
Underprissättning	49	-0,54	0,88	0,02	0,28

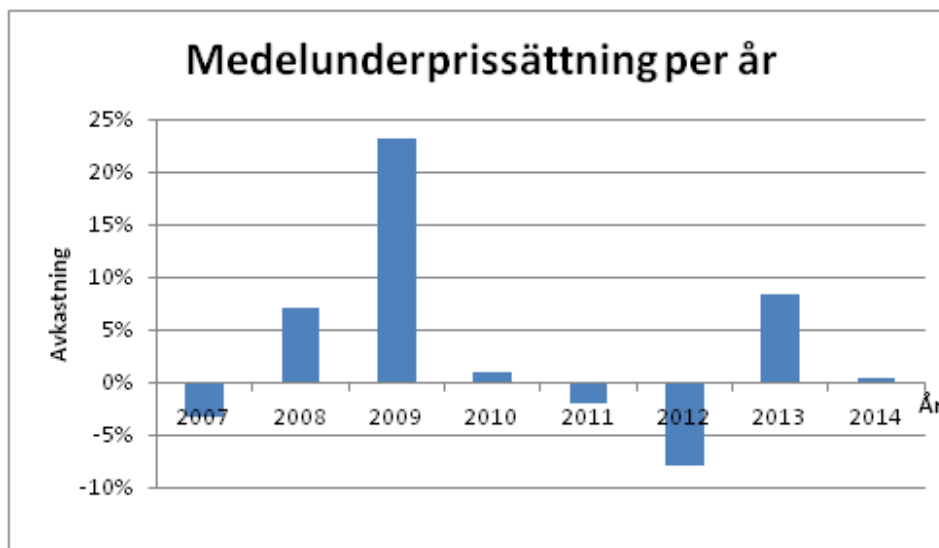
Tabell 2 Beskrivande statistik - beroende variabel

Storleken på underprissättningen varierar mellan en avkastning på 88 % och -54 %. Medelunderprissättningen för de 49 börsnoteringarna i studien uppgår till 2 % med en förhållandevis hög standardavvikelse på 28 %.

Genom ett teckentest av underprissättningen har det konstaterats att 26 stycken av börsnoteringarna i urvalet har haft en underprissättning medan 23 stycken har överprissatts. Det är alltså enbart en marginell skillnad mellan antalet underprissatta och antalet överprissatta aktier,

⁹⁷ Jakobsson, J. (2012). Sämsta börsklimatet sedan finanskrisen.

vilket är anmärkningsvärt och motsäger tidigare studier och teorier om underprissättning. I de fall medelunderprissättningen är negativ så representerar det att aktierna har överprissatts. År 2009 var medelunderprissättningen väldigt stor och uppgick till hela 23 %, detta beror dock på att endast en börsnotering från det år ingår i studiens urval. I figur 1 nedan redovisas medelunderprissättningen per år för de börsnoteringar som ingår i studien.



Figur 1 Medelunderprissättning i studiens urval

5.2.2 Oberoende förvärvsvariabler

I tabellen 3 nedan presenteras beskrivande statistik för de variablerna som är konstruerade för att besvara studiens syfte och uppställda hypoteser.

	Antal	Minimum	Maximum	Medel	Standardavvikelse
Uttalad förvärvsstrategi	49	0	1	0,61	0,49
Uppköp senaste 4 åren	49	0	8	1,37	1,97
Uppköp före börsnotering	49	0	26	2,57	1,84
År sedan senaste förvärv	36	0	14	2,92	3,28

Tabell 3 Beskrivande statistik - oberoende förvärvsvariabel

Variabeln År sedan senaste förvärv har färre antal mätpunkter än övriga oberoende förvärvsvariabler. Detta beror på att det inte är möjligt att tilldela denna variabel ett värde för de företag som inte genomfört något företagsförvärv alls före sin börsnotering. Därför har vi i dessa fall varit tvungna att lägga in att värde saknas.

Vi kan från tabellen utläsa att 61 % av företaget i studien har en framtida förvärvsstrategi och att företagen i genomsnitt har genomfört 2,57 företagsförvärv före sin börsnotering. Av dessa har i

genomsnitt 1,37 företagsförvärv slutförts maximal 4 år före året för börsnoteringen. För de företagen som har genomfört företagsförvärv så skede det senaste i genomsnitt 2,92 år före året för börsnoteringen.

5.2.3 Oberoende kontrollvariabler

I tabellen 4 nedan presenteras beskrivande statistik för studiens upprättade kontrollvariabler.

	Antal	Minimum	Maximum	Medel	Standardavvikelse
Börslista	49	0	1	0,41	0,50
Börsnoteringens storlek i % av aktier	47	0	1	0,37	0,21
Börsnoteringens storlek i % av röster	48	0	1	0,34	0,22
Prissättningsmetod	49	0	1	0,43	0,50
Ålder	49	1	58	13,43	12,33
Årlig ökning i omsättning	42	-1	25	1,03	4,00
Årlig personalökning	42	0	3	0,41	0,62
Bransch	49	0	1	0,35	0,48

Tabell 4 Beskrivande statistik - oberoende kontrollvariabel

Vissa av dessa variabler saknar ett eller flera värden, vilket kan ses i kolumnen "Antal" ovan. Att värden saknas beror på att nödvändig informationen inte var möjlig att hitta i prospekten inom ramen för vad som kan klassas som ett skäligt sökningsarbete, med beaktande av den stora mängd data som inhämtats under begränsad tid.

I studiens urval genomfördes 41 % av börsnoteringarna på börslistan Main Market. Den genomsnittliga börsnoteringen motsvarade 37 % av aktierna och 34 % av rösterna. 43 % av börsnoteringarna prissattes efter ett anbudsförfarande. Företagets ålder var en svår variabel att inhämta då många företag inte har ett givet start år på grund av att företaget har bildats genom konsolidering eller utbrytning ur ett annat företag. Därmed sträcker sig åldern för företaget i studien från 1 till 58 år med en medelålder på 13,43 år.

Variabeln "Årliga ökningen i omsättning" uppvisar extrema max- och minvärden, vilket beror på flera olika anledningar. En anledning är på grund av informationsbrist så har det i vissa prospekt enbart varit möjligt att beräkna tillväxttakten ett år tillbaka i tiden och inte de senaste 3 åren, vilket varit önskvärt i studien. Extrem tillväxt alternativt minskning hade kunnat jämnas ut och fått ett mer rimligt värde om det hade varit möjligt att kolla på de senaste 3 år för alla börsnoteringarna. Tillväxten i omsättningen skiljer sig kraftigt åt och varierar mellan -100 % och 2500 %. Minvärdet kan förklaras

med att ett företag gick från att ha en omsättning året före noteringen till att inte hade någon omsättning alls vid börsnoteringsåret. Den extrema ökningen på 2500 % grundar sig i att det nystartade fastighetsbolaget Oscar Properties Holding genomförde ett stort förvärv i samband med börsnoteringen.

Variabeln "Årlig personalökning" uppvisar inte lika extrema procentuella förändringar som tillväxttaktsförändringen i omsättningen. Denna variabel varierar istället från 0 % till 300 %, med en genomsnittlig årlig personalökning på 41 %.

För variabeln Bransch kan vi ur tabellen ovan utläsa att 35 % av företagen klassas som företag med hög kunskapsintensitet.

5.3 Bivariat analys

Vid en bivariat analys undersöks två stycken variabler åt gången genom granskning av deras inbördes relation.

5.3.1 Pearson korrelation

I detta avsnitt presenteras hur den beroende variabeln korrelerar med de oberoende förvärvsvariablerna, som framtagits för att uppnå studiens syfte samt för att undersöka de uppställda hypoteserna. Korrelationen undersöker samt förtydligar alltså hur storleken på underprissättningen korrelerar med dessa förvärvsvariabler. I tabellen 5 nedan går det att urskilja hur dessa förvärvsvariabler korrelerar med underprissättningen. För en komplett korrelationsmatris där alla korrelationssamband redogörs, se Bilaga 2.

	Underprissättning
Förvärv totalt	-0,03
Förvärv senaste 4 åren	-0,17
År sedan senaste förvärv	-0,06
Uttalad förvärvsstrategi	-0,08

Tabell 5 Korrelation oberoende- och förvärvsvariabler

Vi kan konstatera att korrelationssambanden i tabellen ovan är mycket låga, vilket skulle kunna indikera att underprissättningen inte alls är beroende av någon av dessa fyra förvärvsvariabler. Alla fyra har till och med negativa korrelationssamband vilket inte överensstämmer med studiens hypoteser. Exempelvis antyder ett av korrelationssambanden ovan att många företagsförvärv före en börsnotering tenderar att leda till överprissättning. Dessa resultat varken bekräftar eller dementerar de uppställda hypoteserna, utan vidare analys är nödvändig.

5.4 Multivariat analys

Inledningsvis presenteras möjliga problem sedan presenteras vald regressionsmodell.

5.4.1 Multikollinearitet

Om det råder hög multikollinearitet innebär det att de oberoende variablerna har en inbördes hög korrelation vilket är problematiskt vid regressionsanalyser. Hög multikollinearitet gör att de estimerade b-koefficienter inte får korrekta värden, eftersom SPSS får problem att fördela variansen på ett riktigt sätt mellan de kollineära variablerna. Om korrelations sambandet mellan de oberoende variablerna överstiger 0,8 signalerar det problem och en av variablerna bör uteslutas ur regressionsmodellen.⁹⁸

Genom en granskning av korrelationsmatrisen, se bilaga 2, kan vi konstatera att det i de flesta fall råder låg korrelation mellan variablerna, dock behövs följande korrelations samband belysas ytterligare:

1, Korrelations sambandet mellan variablerna börslista och prissättningsmetod uppgår till 0,707, vilket är ett ganska starkt korrelations samband väldigt nära den kritiska gränsen. Att det råder hög korrelation är på grund av att det verkar vara vanligare med fast pris vid noteringar på börslistan First North medan ett auktionsförfarande är den vanligaste prissättningsmetoden på Main Market. Detta kan möjligtvis bero på att det är mer kostsamt att genomföra ett anbuds förfarande och därför krävs det stora noteringar för att det ska vara en lönsam prissättningsmetod. Detta samband överensstämmer Liu och Chemmanur forskning, se avsnitt 2.2.2 Prissättningsmetoder.

2, Korrelationen mellan variablerna börsnoteringens storlek i procent av aktierna och i procent av rösterna har en positiv korrelation på hela 0,854. Anledningen till detta skulle kunna vara att vanligtvis har alla aktierna samma rösträtt och därmed blir variablernas värde i många fall exakt lika.

5.4.2 Heteroskedasticitet

Heteroskedasticitet är en felkälla som innebär att om det finns ojämnheter i variablernas spridning så minskar precisionen i modellen, genom att standardavvikelsen blir större och konfidensintervallen blir bredare.⁹⁹ Enligt den centrala gränsvärdessatsen kan man approximativt anta att variablerna är normalfördelade om antalet observationer överstiger 30 stycken och dessa inte är alltför snedfördelade.¹⁰⁰ Variablerna i denna studie anses ej vara alltför snedfördelade, då de observationer med alltför extrema värden (outliers) gallrats bort i ett tidigt skede. Denna studie grundar sig ur 49

⁹⁸ Djurfeldt, G., Larsson, R., & Stjärnhagen O. (2010)

⁹⁹ Ibid

¹⁰⁰ Nyquist. (2012). *Uppskattningsproblemet*.

observationer (dock saknar vissa observationer någon enstaka variabelvärde) och därmed antas datamaterialet vara normalfördelat.

5.4.3 Multipel linjär regression

Modell 1

Som redan beskrivits tidigare i rapporten välja variabeln Underprissättning som beroende variabel i regressionsanalysen. Vid valet av vilka oberoende variabler som ska inkluderas i modellen har vi tagit hänsyn till en mängd olika faktorer såsom studiens hypoteser, multikollinearitet, regressionsmodeller i tidigare studier samt antalet mätpunkter per variabel.

I modell 1 så inkluderas 3 av 4 av de oberoende variablerna som är kopplade till studiens syfte. De som inkluderas är Uttalad förvärvsstrategi, Förvärv senaste 4 åren och Förvärv totalt. Anledningen till att variabeln År sedan senaste förvärv utelämnas är på grund av att denna variabel saknar mätvärden på en del av observationerna. Anledningen till att den saknar mätvärden för vissa observationer är därför att vissa företag inte har gjort något företagsförvärv alls, och därmed kan vi ej sätta ett värde på hur längesen det var sedan de gjorde sitt senaste förvärv. För att undvika att antalet mätpunkter minskar inkluderas alltså inte variabeln År sedan senaste förvärv i denna modell.

Utöver de oberoende variablerna som är kopplade till studiens syfte har vi även valt att inkludera ett antal oberoende kontrollvariabler. I avsnittet Multikollinearitet ovan, konstaterade vi två stycken fall av hög multikollinearitet mellan olika kontrollvariabler. Även om det första fallet inte översteg den kritiska gränsen för multikollinearitet har vi valt att vara på den säkra sidan och valt att enbart inkludera en av båda samvarierande variablerna. Detta innebär att endast en av variablerna Prissättningsmetod och Börslista och en av Börsnoteringens storlek i % av rösterna och Börsnoteringens storlek i % av aktierna får inkluderas i modellen.

Resonemanget ovan leder till begränsningen att enbart 6 av de 8 kontrollvariablerna kan inkluderas samtidigt i modellen. Dock måste hänsyn tas till det begränsade antalet mätpunkter i undersökningen och därmed måste även antalet oberoende variabler begränsas. Efter många tester i SPSS och konsultation med statistiskt kunnig personal på Lunds Ekonomihögskola konstaterade vi att modellerna i vår studie maximalt bör innehålla 6-7 stycken oberoende variabler. Detta innebär att vi enbart kan inkludera ungefär hälften av de oberoende kontrollvariablerna, då de oberoende variablerna som är kopplade till studiens syfte rimligen bör inkluderas i modellen.

Efter ett stort antal tester i SPSS kan vi konstatera att högst förklaringsgrad uppnås när kontrollvariablerna Årlig personalökning, Prissättningsmetod och Börsnoteringens storlek i % av

rösterna inkluderas i modellen. Detta medför att modell 1 inkluderar följande variabler och ger följande resultat, se tabell 6 och 7 nedan. Antalet observationer i modell 1 uppgår till 47 stycken.

Beroende variabel: Underprissättning	Ostandardiserade koefficienter		Standardiserade koefficienter	t	Sig.	Samvariations statistik	
	B	Standard-avvikelse	Beta			Tolerans	VIF
Konstant	,121	,101		1,193	,240		
Uttalad förvävsstrategi	-,031	,094	-,054	-,330	,743	,846	1,182
Förvärv senaste 4 åren	-,022	,029	-,157	-,766	,448	,532	1,880
Förvärv totalt	,003	,013	,039	,197	,845	,580	1,725
Årlig personalökning	-,112	,070	-,257	-1,594	,119	,862	1,159
Prissättningsmetod	,016	,104	,029	,155	,877	,660	1,516
Börsnoteringens storlek i % rösterna	-,047	,258	-,032	-,184	,855	,737	1,357

Tabell 6 Resultat - Modell 1

N=47				
Modell	R	R kvadrat	Justerad R kvadrat	Standardavvikelse
1	,325	,106	-,028	,289

Tabell 7 Modellsummering - Modell 1

Från denna regressionsmodell som har 47 mätpunkter kan vi inledningsvis konstatera att modellen har en låg förklaringsgrad som endast uppgår till 0,106. Vidare kan vi även konstatera att det genomförda testet för multikollinearitet, se avsnitt 5.4.1 Multikollinearitet, genomfördes korrekt då VIF-värdena, som är ett mått på samvariation, för variablerna understiger den kritiska gränsen på 2,5.¹⁰¹

Ingen av de oberoende variablerna är signifikant i modellen. Den variabel som är mest statistiskt säkerställt skilt från noll är kontrollvariabeln Årlig personalökning med en b-koefficient på -0,112 och

¹⁰¹ Djurfeldt, G., Larsson, R., & Stjärnhagen O. (2010)

ett t-värde på -1,594. De tre förvärvsvariablerna; Uttalad förvävsstrategi, Förvärv senaste 4 åren och Förvärv totalt är alla icke signifikanta med b-koefficienter väldigt nära noll. Enbart variabeln Förvärv totalt har en positiv b-koefficient medan variablerna Förvärv senaste 4 åren Uttalad förvävsstrategi har en negativ b-koefficient, vilket strider mot hypotes 2 och hypotes 4.

Modell 2

Modell 2 konstruerades för att vi även ska kunna uttala oss om hypotes 3, alltså om tiden sedan det senaste förvärvet påverkar underprissättningen. Därför har samma oberoende variabler som i modell 1 använts fast nu även variabeln År sedan senaste förvärv. Då denna variabel saknar för en del mätpunkter kommer antalet observationer i denna modell enbart att vara 35 stycken. Resultatet kan ses i tabell 8 och 9.

Beroende variabel: Underprissättning	Ostandardiserade koefficienter		Standardiserade koefficienter	T	Sig.	Samvariations statistik	
	B	Standard- Avvikelse	Beta			Tolerans	VIF
Konstant	-,098	,226		-,431	,670		
Uttalad förvävsstrategi	-,030	,110	-,051	-,269	,790	,856	1,169
Förvärv inom 4 år	-,054	,036	-,406	-1,527	,139	,442	2,262
Förvärv totalt	,007	,013	,116	,516	,611	,613	1,631
Årlig personalökning	-,138	,074	-,388	-1,856	,075	,714	1,400
Prissättningsmetod	,033	,118	,065	,282	,780	,595	1,680
Börsnoteringens storlek i & av rösterna	-,047	,289	-,037	-,162	,872	,616	1,622
År sedan senaste förvärv	,023	,018	,291	1,248	,224	,574	1,741

Tabell 8 Resultat - Modell 2

N=35 Modell	R	R kvadrat	Justerad R kvadrat	Standardavvikelse
2	,445	,198	-,010	,254

Tabell 9 Modellsummering - Modell 2

Utifrån regressionsmodell 2 kan vi konstatera att modell 1 är tämligen robusta då koefficienterna för de oberoende variablerna ej förändras nämnvärt trots ett mindre antal mätpunkter och ytterligare

en variabel. En skillnad som är värd att notera är att koefficienten för variabeln Årlig personalökning nu med 90 % säkerhet är signifikant skild från noll. Det är också anmärkningsvärt att modellens förklaringsgrad stiger till 0,198, detta skulle dock kunna bero på ett problem kallat överanpassning. Detta höga antal oberoende variabler i förhållande till det låga antalet mätpunkter gör att modellen överanpassar sig efter det specifika datamaterialet och inte till det generella sambandet som studien egentligen syftar till att undersöka.¹⁰² Överanpassning kan eventuellt ha skett i denna regressionsanalys då förklaringsgraden har stigit kraftigt gentemot modell 1 samtidigt som antalet mätpunkter minskat och antalet oberoende variabler har ökat. Den tillförda variabeln År sedan senaste förvärv har en koefficient på 0,012 men är inte signifikant.

¹⁰² Sundell, A. (2011). *Inkludera inte för många oberoende variabler.*

6. Slutsats och diskussion

I detta kapitel presenteras och diskuteras studiens slutsatser. Det innehåller även metodkritik samt förslag på framtida forskning.

6.1 Slutsatser

I detta kapitel kommer vi att gå igen hypoteserna utifrån studiens resultat och analys, därefter kommer diskussion föras om studien har uppfyllt sitt syfte. Avslutningsvis vill författarna återigen poängtera att hypoteserna 1,2 och 4 framförallt analyseras utifrån regressionsmodell 1, då denna innehåller fler observationer. Modell 2, som innehåller färre observationer, är anpassad för att möjliggöra en undersökning av hypotes 3.

Hypotes 1

- Ju fler förvärv ett företag har genomfört före sin börsnotering, desto större blir underprissättningen.

Vid den bivariata analysen såg vi ett negativ korrelations samband mellan variabeln Förvärv total och underprissättningen, vilket antyder att många företagsförvärv skulle kunna medföra en överprissättning av aktien. Detta korrelations samband var dock väldigt svagt (-0,03). I regressionsanalysen fick denna variabel en liten positiv koefficient, denna var dock inte signifikant och därmed kan vi inte dra några slutsatser utifrån den. Vid expertintervjun framhöll Sigfrid åsikten att det inte går att säga generellt om tidigare uppköp bidrar till större underprissättning eller ej. Hon menar att om företaget har gjort många företagsförvärv sedan tidigare och lyckats integrera dessa på ett effektivt sätt så är det en egenskap som investerarna borde värdesätta och därmed motverka en underprissättning. Barsk menar att företag som har gjort förvärv tidigare och som har varit lyckade så borde dessa förvärv inte ha någon effekt på underprissättningen.

Hypotes 2

- Ju fler förvärv ett företag har genomfört de 4 senaste åren före sin börsnotering, desto större blir underprissättningen.

Denna hypotes grundar sig i antagandet om att det inte är helt säkert att de förvärv som gjorts inom 4 år från börsnoteringen har haft tid att integreras i det uppköpande företaget fullt ut. Därmed borde underprissättningen bli större när många förvärv skett nära inpå börsnoteringen. Så visar sig dock inte vara fallet efter analys av variabeln Förvärv senaste 4 åren. Denna variabel har en mycket låg negativ korrelation (-0,17) med storleken på underprissättningen och det framkom inte heller någon signifikant effekt i regressionsanalysen. Dess koefficient är negativ, vilket strider mot den uppställda hypotesen.

Vi förstår att man inte enbart kan beakta antalet förvärv de 4 senaste åren innan noteringen utan att det är en mängd olika faktorer som inverkar på hur företagets värdering och slutändan underprissättningen, såsom det förvärvade företagets relativa storlek, lönsamhet, bransch etcetera. Sigfrid menar att om ett företag har gjort ett stort förvärv ett par år innan sin börsnotering så kommer investerarna ha stort fokus på hur integrationsprocessen sett ut och vilka synergieffekter som har hunnit utvunnits. De kommer även att beakta potentialen för ytterligare synergi effekter från förvärvet.

Hypotes 3

- Ju närmre inpå börsnoteringen som det senaste företagsförvärvet genomfördes, desto större blir underprissättningen.

Variabeln År sedan senaste förvärv har i princip ingen korrelation alls (-0,06) med storleken på underprissättningen. Vid regressionsanalysen i modell 2, så fick variabeln ett koefficientvärde på 0,023. Eftersom denna variabel har korrigerats, se avsnitt 4.4.2 Oberoende förvärvsvariabler, så ska resultatet tolkas som att det antyder att underprissättningen blir större ju kortare tid det var sedan senaste förvärvet. Även denna variabel är icke signifikant, dock har variabeln ett större T-värde än de övriga oberoende förvärvsvariablerna hade i modell 1. Med hänsyn till det begränsade antalet mätpunkterna i modell 2 så bör dock inte betydelsen av denna skillnad övervärderas.

Hypotes 4

- Företag som har en uttalad förvärvsstrategi får en större underprissättningen.

Variabeln Uttalad förvärvsstrategi har en negativ korrelation (-0,08) med storleken på underprissättningen. Även denna variabel är icke signifikant i regressionsanalysen och har där en koefficient på -0,031. Resultatet från den kvantitativa undersökningen kan möjligtvis indikera att investerarna övervärderar företag som har en uttalad framtida förvärvsstrategi.

Sigfrid tror att företagens framtida tillväxtstrategi kan ha en påverkan på underprissättningen, men att man måste ta hänsyn till omständigheterna i det enskilda fallet. Investerarna bör ställa sig frågan: Hur trovärdig företagets deras förvärvsstrategi? Om ett företag kan visa att de har gjort förvärv tidigare och att de är bra på att integrera förvärvade företag, så ger detta tyngd till deras förvärvsstrategi och kan därmed motverka en underprissättning. Skulle ett företag som har en förvärvsstrategi inte kunna visa upp att de genomfört lyckade förvärv tidigare så minskar detta deras trovärdighet vilket kan medföra en större underprissättning.

Studiens syfte

- Syftet med studien är att på den svenska marknaden undersöka om underprissättningens storlek beror på det börsintroducerande företags förvärvshistoria eller dess framtida förvävsstrategi.

Varken studiens bivariata- eller multivariata analys har kunnat bekräfta att det finns något signifikant samband mellan storleken på underprissättningen och ett företags förvärvshistoria eller dess framtida förvävsstrategi. De framtagna regressionsmodellerna har en relativt låg förklaringsgrad och ingen av de oberoende förvärvsvariablerna är signifikant på 5 % -nivån. Möjligen hade regressionsmodellerna kunna bidragit med mer information om antalet mätpunkter hade varit större.

Expertintervjun styrker delvis den kvantitativa undersökningen, då Sigfrid påstår att det inte går att uttala sig generellt om påverkan på underprissättningen utifrån ett företags förvärvshistorik eller tillväxtstrategi. Förekomsten av underprissättning är väldigt komplex och beror på mängder av olika faktorer. Dessa faktorer påverkan kan dessutom skilja sig åt från olika börsnoteringar. Exempelvis beror underprissättningen på hur marknaden ser ut vid noteringstillfället, företags bransch och en stor mängd andra faktorer. De slutsatser som ändå kan dras utifrån studien kommer från den kvalitativa intervjun. Gällande förvärvshistoriken kan man inte bara se till antalet företagsförvärv eller den tid som förlupit sedan det senaste förvärvet utan man måste även beakta dess storlek och det uppköpande företags förmåga att integrera det uppköpta företaget för att kunna uttala sig om påverkan på underprissättningen. Effekten av en framtida förvävsstrategi kan höja värderingen av ett företag och därmed minska underprissättningen men i så fall måste företaget kunna visa att de genomfört lyckade uppköp tidigare.

När vi ska se till hur vår studie står sig mot tidigare, liknande studier så kan vi utifrån den kvantitativa undersökningen inte styrka Boulton, Smart och Zutters¹⁰³ slutsats om att det finns ett direkt samband mellan förvärv innan noteringen och underprissättningen detta då våra resultat saknade signifikans. Vi kan däremot se att Hsu, Young och Wangs¹⁰⁴ resultat om att de nymoterade företag som genomfört förvärv ofta har problem med kulturell och operativ integration och detta gör att de presterar sämre och övervärderas styrks av vår kvalitativa expertintervju där det framgick att integration och särskilt en historia av lyckad integration vid tidigare förvärv är en faktor till underprissättning.

¹⁰³ Boulton, T., Smart, S., & Zutter, C. (2006). Acquisition activity and ipo underpricing.

¹⁰⁴ Hsu, J., Young, W., & Wang, H. (2012). Pre-ipo acquirers' issuance cost and long-run performance: Do their m&a disclosures matter?

6.2 Metodkritik

Företagen i denna uppsats är inhämtade från de företag som noterades på Nasdaq Stockholm samt First north. Förutom dessa två börser finns även Nordic Growth Market NGM AB samt Aktietorget AB och på dessa marknader är det vanligare att företag av lite mindre storlek väljer att noteras. Det är möjligt att resultatet hade blivit annorlunda om nynoteringen även från de två sista börserna hade tagits med.

Vidare har uppsatsen avgränsningen att endast innehålla företag som noterats mellan år 2007 och början på år 2014. Denna period präglades av väldigt instabila makroekonomiska förhållandena i omvärlden på grund av finanskrisen. Det är därför troligt att finanskrisen har haft en påverkan på både förekomsten av företagsförvärv och börsnoteringar.

6.3 Förslag på framtida forskning

Uppsatsen kollar endast till den svenska marknaden, men en jämförelse mellan olika länders marknader skulle också vara en intressant forskningsansats. Att se hur investerare i olika länder reagerar och vad som skiljer dessa åt. Att inkludera fler länder skulle även innebära att ett större antal observationer skulle kunna ingå i undersökningsmaterialet. Fler observationer skulle leda till en statistiskt säkrare undersökning samt att man skulle på ett mer djupgående sätt kunna undersöka de olika variablerna var för sig exempelvis branschtillhörighet.

Den här uppsatsen tar inte heller hänsyn till storleken på förvärven, vilket är en annan aspekt som hade varit intressant att studera närmare. Hur storleken på förvärven påverkar underprissättningen, vilket dessutom skulle vara relevant utifrån resultaten i denna uppsats.

Vi har i vår uppsats endast tagit hänsyn till vad företagen visar i prospekten. Prospekten visar dock inte alltid allt som är av relevans. Exempelvis visar de normalt sett inte förvärvens storlek eller hur stor del av deras personal som tillkommit från förvärvet. En liknande studie som denna hade därmed med fördel kunnat göras med fler ingående variabler, vilket vi tror hade fått förklaringsgraden att öka. Tidskravet hade dock ökat då forskarna hade fått gå utanför prospektets ramar för att samla in denna information.

En annan intressant angreppspunkt till en liknande studie hade varit att lägga ett större fokus på synergieffekterna av ett förvärv, där man till exempel skulle kunna gå djupare in på hur synergier vid en börsnotering prissätts samt värdesätts.

7. Referenser

- Andersson, G., Jorner, U., & Ågren A. (2007). Regressions- och tidsserieanalys (3e uppl.). Lund: Studentlitteratur
- Avanza. Hämtad (2014-04-10) från: <https://www.avanza.se/>
- Berk, J., & DeMarzo, P. (2014). *Corporate finance*. (3rd ed.). Harlow: Pearson Education Limited.
- Boulton, T., Smart, S., & Zutter, C. (2006). Acquisition activity and ipo underpricing. *Financial Management*, 39(Winter, 2010),
- Brealey, A. och Nyborg, K. (2000). Välj rätt metod för nyemissionen, del i *Modern finansiell ekonomi*. Stockholm: SNS Förlag.
- Bruner, R. "The Use of Excess Cash and Debt Capacity as a Motive for Merger," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23 (June 1988): 1999-2017
- Bryman, A., & Bell, E. (2013). *Företagsekonomiska forskningsmetoder* (2. uppl.). Malmö: Liber ekonomi.
- Bryman, A. (2002). *Samhällsvetenskapliga metoder*. Malmö: Liber AB.
- D'Agostino, R., Hellgren, P., & Fröderberg, V. Finansinspektionen, (2007). *Processen vid nyintroduktioner och emissioner*. Hämtad (2014-04-20) från: http://www.fi.se/upload/20_Publicerat/30_Sagt_och_utrett/10_Rapporter/2007/Rapport2007_11.pdf
- Cartwright, S., & Schoenberg, R. (2006). Thirty years of mergers and acquisitions research: Recent advances and future opportunities. *British Journal of Management*, 17, 1-5.
- Chemmanur, T., & Liu, M. (2006). How should a firm go public? a dynamic model of the choice between fixed-price offerings and auctions in ipos and privatizations. *EFA 2003 Annual Conference Paper*, 366,
- Christensen, C., Alton, R., Rising, C., & Waldeck, A. (2011). The big idea: The new m&a playbook. *Harvard Business Review*, 89(139), 48-57.

- Djurfeldt, G., & Barmark, M. (2009). Statistisk verktygslåda 2: multivariat analys (uppl 1:2). Lund: Studentlitteratur.
- Djurfeldt, G., Larsson, R., & Stjärnhagen O. (2010). Statistisk verktygslåda 1: samhällsvetenskaplig orsaksanalys med kvantitativa metoder (2.ed.). Lund: Studentlitteratur.
- Eriksson, L. T., & Paul, F. (2001). *Att utreda, forska och rapportera* (7. ed.). Malmö: Liber ekonomi.
- Ferris, S., Jayaraman, N., & Sabherwal, S. (2013). Ceo overconfidence and international merger and acquisition activity. *Journal of Financial and Quantative Analysis*, 48(1), 137-164.
- Finansinspektionen. (n.d.). *Prospektregistret*. Hämtad (2014-04-14) från: <http://fi.se/Register/Prospektregistret/>
- Finansinspektionen. (2012). *Vägledning granskning av prospekt*. Hämtad (2014-05-03) från: http://www.fi.se/upload/30_Regler/60_Vagledning/Prospekt/Prospekthandbok_20121101ny.pdf
- Frensch, F. (2006). *The social side of mergers and acquisitions*. Berlin: Gabler Edition Wissenschaft.
- Haleblian, Jerayr/Finkelstein, Sydney (1999): The Influence of Organizational Acquisition Experience on Aqcuisition Performace: A Behaviorial Learning Perspective. *Administrative Science Quarterly*, 44, 29-56
- Hsu, J., Young, W., & Wang, H. (2012). Pre-ipo acquirers' issuance cost and long-run performance: Do their m&a disclosures matter?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 39(January/March 2012), 141–164.
- Jakobsson, J. (2012, December 20). Sämsta börsklimatet sedan finanskrisen. *SVD Näringsliv*. Hämtad (2014-04-27) från: http://www.svd.se/naringsliv/nyheter/sverige/samsta-borsklimatet-sedan-finanskrisen_7769268.svd
- Karlis, P. (2000). Ipo underpricing. *The Park Place Economist*, VIII, 81-89.
- Kengelbach, J., Klemmer, D., Schwetzler, B., & Sperling, M. (2012). An anatomy of serial acquirers, m&a learning, and the role of post-merger integration. *Presenterad på Alpbach Research Colloquium 2010, IACVA's 5th Annual Valuation Conference*,
- Körner, S., & Wahlgren, L. (2006). Statistisk dataanalys (4e uppl.). Lund: Studentlitteratur.

Larsson, R., & Finkelstein, S. (1999). Integrating strategic, organizational, and human resource perspectives on mergers and acquisitions: A case survey of synergy realization. *Organization Science* 10(January-February 1999), 1-26.

Ljungqvist, A. (2008). *Handbook of corporate finance*. (1st ed., Vol. 1). Amsterdam: North-Holland. s, 376

Loughran, T., & Ritter, J. (2004). Why has ipo underpricing changed over time? *Financial Management*, (Autumn 2004), 5 - 37.

Maksimovic, V., & Pichler, P. (2001). Technological innovation and initial public offerings. *Review of Financial Studies*, 14(2), 459-494.

Mandelker, G. (1974). Risk and return: The case of merging firms. *Journal of Financial Economics*, 1(4), 303–335.

Nasdaq OMX *First north*. Hämtad (2014-05-03) från:
http://www.nasdaqomxnordic.com/about_us/firstnorth

Nasdaq OMX. *Nya listningar*. Hämtad (2014-04-22) från: <http://www.nasdaqomxnordic.com/>

Nyemissioner. Hämtad (2014-04-20) från: <http://www.nyemissioner.se/>

Nyquist. (2012). *Uppskattningsproblemet*. Hämtad (2014-05-20) från:
[http://gauss.stat.su.se/gu/sg/Nyquist Komentium 2012/KAP16.pdf](http://gauss.stat.su.se/gu/sg/Nyquist%20KAP16.pdf)

Price, J. (2012, Oktober 26). *6 reasons why so many acquisitions fail*. Hämtad (2014-04-14) från:
<http://www.businessinsider.com/why-acquisitions-fail-2012-10>

Ritter, J., & Welch, I. (2002). A review of ipo activity, pricing, and allocations. *The Journal of Finance*, LVII(4), 1795-1827.

Schoenberg, R. (2006). Measuring the performance of corporate acquisitions: An empirical comparison of alternative metrics. *British Journal of Management*, 17(4), 361-370.

Selden, L., & Colvin, G. (2003). M&a needn't be a loser's game. *Harvard Business Review*, 81(6), 70-73.

Sher, R. (2012, Mars 19). *Why half of all m&a deals fail, and what you can do about it*. Hämtad (2014-04-15) från: <http://www.forbes.com/sites/forbesleadershipforum/2012/03/19/why-half-of-all-ma-deals-fail-and-what-you-can-do-about-it/>

SIX/ Affärsvärlden. (2014, Februari 26). Så många svenska börsnoteringar tror nasdaq omx på 2014. *Affärs Världen*. Hämtad (2014-05-03) från:
<http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article3808370.ece>

Sundell, A. (2011, Mars 28). *Inkludera inte för många oberoende variabler*. Hämtad (2014-05-20) från: <http://spssakuten.wordpress.com/2011/03/28/inkludera-inte-for-manga-oberoende-variabler/>

Thurén, T. (2005). *Källkritik* (2. ed.). Stockholm: Liber.

The IIS University. (2009). Organic vs inorganic growth. *In Focus*. Hämtad (2014-05-22) från <http://www.iisjaipur.org/iiim-current-09/OORJA-May-August-2009/03Infocus.pdf>

Trautwein, F. (1990). Merger motives and merger prescriptions. *Strategic Management Journal*, 11(4), 283-295.

Zingales, L. (1995). Insider ownership and the decision to go public. *Oxford Journals*, 62, 425-448.

Bilaga 1. Intervjuformulär

1. Vad anser ni är orsaken till underprissättning vid börsnoteringar?
2. Hur tror ni att underprissättningen påverkas av följande faktorer?
 - a) Om det börsintroducerande företaget har gjort förvärv av andra företag innan sin notering.
 - b) Och i så fall av hur pass många företagsuppköp man gjort.
 - c) Och hur pass nyligen man har gjort det senaste företagsuppköpet.
 - d) Om det börsintroducerande företaget har i prospektet uttalat en målsättning att växa genom företagsförvärv.
4. Vad är er uppfattning om vilka signaler många företagsförvärv ger i ett prospekt?
5. Vad är er erfarenhet kring hur pass mycket man presenterar kring tidigare förvärv i prospektet?
6. Går det att undanhålla information om misslyckade företagsförvärv i prospektet eller måste företaget redovisa alla förvärv?
7. Är det några andra tankar kring börsintroducerande företags tidigare förvärv som skulle kunna vara bra för oss att veta när vi skriver vår uppsats?

Bilaga 2. Korrelationsmatris

Korrelation

		Bransch	Underprissättnin g	Förvärv inom 4 år	Förvärv totalt	År sedan senaste förvärv	Uttalad förvärvsstrategi	Prissättningsmet od	Börslista	Ålder	Börsnoterings storlek i % av aktier	Börsnoteringssto rlek i % av röster	Årlig ökning i omsättning	Årlig personalökning
Bransch	Pearson Correlation	1	,055	-,049	-,100	-,039	-,124	-,025	,180	-,198	-,109	-,198	-,107	-,142
	Sig. (2-tailed)		,709	,736	,492	,825	,396	,866	,216	,173	,466	,176	,501	,335
	N	49	49	49	49	34	49	49	49	49	47	48	42	48
Underprissättning	Pearson Correlation	,055	1	-,173	-,032	-,061	-,078	,019	-,014	,147	-,037	-,036	,007	-,281
	Sig. (2-tailed)	,709		,235	,828	,732	,596	,895	,923	,314	,806	,808	,964	,053
	N	49	49	49	49	34	49	49	49	49	47	48	42	48
Förvärv inom 4 år	Pearson Correlation	-,049	-,173	1	,602**	,441**	,344*	,303*	,249	-,057	-,111	,005	,024	,116
	Sig. (2-tailed)	,736	,235		,000	,009	,015	,034	,085	,695	,459	,974	,878	,431
	N	49	49	49	49	34	49	49	49	49	47	48	42	48
Förvärv totalt	Pearson Correlation	-,100	-,032	,602**	1	-,031	,322*	,269	,326*	,323*	,042	,072	-,063	-,129
	Sig. (2-tailed)	,492	,828	,000		,862	,024	,062	,022	,024	,778	,628	,690	,381
	N	49	49	49	49	34	49	49	49	49	47	48	42	48
År sedan senaste förvärv	Pearson Correlation	-,039	-,061	,441**	-,031	1	,141	-,104	-,216	-,461**	-,408*	-,230	,184	,418*
	Sig. (2-tailed)	,825	,732	,009	,862		,425	,560	,219	,006	,020	,198	,349	,014
	N	34	34	34	34	34	34	34	34	34	32	33	28	34
Uttalad förvärvsstrategi	Pearson Correlation	-,124	-,078	,344*	,322*	,141	1	,097	,150	,014	,080	,086	,159	-,015
	Sig. (2-tailed)	,396	,596	,015	,024	,425		,508	,305	,923	,595	,561	,316	,920
	N	49	49	49	49	34	49	49	49	49	47	48	42	48
Prissättningsmetod	Pearson Correlation	-,025	,019	,303*	,269	-,104	,097	1	,707**	,301*	,340*	,359*	-,126	-,145
	Sig. (2-tailed)	,866	,895	,034	,062	,560	,508		,000	,036	,019	,012	,427	,324
	N	49	49	49	49	34	49	49	49	49	47	48	42	48
Börslista	Pearson Correlation	,180	-,014	,249	,326*	-,216	,150	,707**	1	,352*	,235	,297*	-,181	-,288*
	Sig. (2-tailed)	,216	,923	,085	,022	,219	,305	,000		,013	,111	,041	,251	,047
	N	49	49	49	49	34	49	49	49	49	47	48	42	48
Ålder	Pearson Correlation	-,198	,147	-,057	,323*	-,461**	,014	,301*	,352*	1	,334*	,341*	-,118	-,463**
	Sig. (2-tailed)	,173	,314	,695	,024	,006	,923	,036	,013		,022	,018	,455	,001
	N	49	49	49	49	34	49	49	49	49	47	48	42	48
Börsnoteringsstorlek i % av	Pearson Correlation	-,109	-,037	-,111	,042	-,408*	,080	,340*	,235	,334*	1	,854**	,084	,082
	Sig. (2-tailed)													

aktier	Sig. (2-tailed)	,466	,806	,459	,778	,020	,595	,019	,111	,022		,000	,602	,589
	N	47	47	47	47	32	47	47	47	47	47	47	41	46
Börsnoteringsstorlek i % av röst	Pearson Correlation	-,198	-,036	,005	,072	-,230	,086	,359*	,297*	,341*	,854**	1	,094	,053
	Sig. (2-tailed)	,176	,808	,974	,628	,198	,561	,012	,041	,018	,000		,554	,725
	N	48	48	48	48	33	48	48	48	48	47	48	42	47
Årlig ökning i omsättning	Pearson Correlation	-,107	,007	,024	-,063	,184	,159	-,126	-,181	-,118	,084	,094	1	,265
	Sig. (2-tailed)	,501	,964	,878	,690	,349	,316	,427	,251	,455	,602	,554		,089
	N	42	42	42	42	28	42	42	42	42	41	42	42	42
Årlig personalökning	Pearson Correlation	-,142	-,281	,116	-,129	,418*	-,015	-,145	-,288*	-,463**	,082	,053	,265	1
	Sig. (2-tailed)	,335	,053	,431	,381	,014	,920	,324	,047	,001	,589	,725	,089	
	N	48	48	48	48	34	48	48	48	48	46	47	42	48

** . Korrelationen är signifikant på 1 % -nivån.

* . Korrelationen är signifikant på 5 % -nivån.