



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen

FEKH89

Examensarbete i finansiering på kandidatnivå

VT 2016

En investerares tidsperspektiv på nyintroduktioner

- En studie om placeringshorisont på svenska marknadsplatser

Författare:

Bengtsson, Fredrika 930525-1663

Billing, Victor 900403-3016

Falkenberg, Lovisa 931216-7704

Övald Appelblad, Ludwig, 930514-1252

Handledare:

Tore Eriksson

Förord

Denna kandidatuppsats är resultatet av tre års studier där vi applicerat allt vi lärt oss under ekonomie kandidatprogrammet. Ett ökat intresse för börsintroduktioner har inspirerat temat för denna studie. Arbetet har varit utmanande men samtidigt väldigt lärorikt då vi har ökat våra kunskaper inom finansiering och börsintroduktioner.

Vi vill tacka vår handledare Tore Eriksson för sitt engagemang och för sina kloka idéer som har hjälpt till att förbättra den här studien. Tore har alltid varit tillgänglig och behjälplig med att svara på frågor samt gett givande vägledning under studiens gång.

Vi skulle även vilja tacka studiens respondenter Henric Falkenberg, Albin Rännar och Tor Wikman för deras deltagande som utgjort grunden för studiens kvalitativa data.

Lund 2016-05-29

Fredrika Bengtsson Victor Billing Lovisa Falkenberg Ludwig Övald Appelblad

En investerares tidsperspektiv på nyintroduktioner - En studie om placeringshorisont på svenska marknadsplatser

Författare: Fredrika Bengtsson, Victor Billing, Lovisa Falkenberg, Ludwig Övald-Appelblad

Abstract

Title: An investor's time perspective on IPOs - A study of investment horizons on Swedish stock markets

Seminar date: 2016-06-02

Course: FEKH89, Degree Project Undergraduate level, Business Administration, 15 ECTS

Authors: Fredrika Bengtsson, Victor Billing, Lovisa Falkenberg, Ludwig Övald Appelblad

Advisor: Tore Eriksson

Key words: IPO, Investment horizon, Market place, Industry affiliation, Age

Purpose: The purpose of this study is to examine if there exists a better or worse investment horizon regarding IPO's at Nasdaq OMX Stockholm, NGM Equity, AktieTorget and First North over the period 2005 to April 2013. The study intends to examine how the investment horizon is affected by industry, market place and the age of a company at the time of the IPO.

Methodology: The study is using a deductive approach and will primarily be using a quantitative methodology, which will be supplemented with a qualitative part. To analyze the quantitative data, Students t-test will be used. The qualitative information is gathered through interviews.

Theoretical perspectives: This study is primarily based on previous international research and studies about the market climate, IPOs, investment horizon, the company's age, industry affiliation and information asymmetry. In addition, scientific articles and theories within Finance.

Empirical foundation: The empirical material is based on quantitative collection and processing of historical stock data. The study is supplemented by a qualitative part that consist of interviews.

Conclusions: The study found evidence that there is a better investment horizon in the short run on the smaller markets, where the best return rate was during the first day of trading. For Nasdaq OMX Stockholm a longer investment horizon seems to be preferable. Neither age nor industry can give indications about the investment horizon, since they individually are not of enough importance for a stock's performance.

En investerares tidsperspektiv på nyintroduktioner - En studie om placeringshorisont på svenska marknadsplatser

Författare: Fredrika Bengtsson, Victor Billing, Lovisa Falkenberg, Ludwig Övald-Appelblad

Sammanfattning

Titel: En investerares tidsperspektiv på nyintroduktioner - En studie om placeringshorisont på svenska marknadsplatser

Seminariedatum: 2016-06-02

Kurs: FEKH89 Företagsekonomi: Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15hp

Författare: Fredrika Bengtsson, Victor Billing, Lovisa Falkenberg, Ludwig Övald Appelblad

Handledare: Tore Eriksson

Nyckelord: Börsintroduktion, Placeringshorisont, Marknadsplats, Branschtillhörighet, Ålder

Syfte: Syftet är att granska huruvida det föreligger en bättre eller sämre placeringshorisont gällande börsintroduktioner på Nasdaq OMX Stockholm, NGM Equity, AktieTorget och First North mellan åren 2005 till och med april 2013. Vidare ämnar studien undersöka hur parametrarna bransch, marknadsplats och ålder på företaget vid notering inverkar på placeringshorisonten.

Metod: Studien har en deduktiv ansats och metoden är framför allt kvantitativ men kompletteras med en kvalitativ del. Den kvantitativa data analyseras med hjälp av en statistisk prövning i form av Students t-test. Den kvalitativa data är inhämtad genom intervjuer.

Teoretiska perspektiv: Denna studie är till största delen baserad på tidigare utländsk forskning rörande börsklimat, placeringshorisont, företagens ålder, branschtillhörighet och informationsasymmetri. Även vetenskapliga artiklar och allmän teori inom ämnesområdet.

Empiri: Studiens empiriska material utgår främst från en kvantitativ insamling och bearbetning av historiska aktiedata. Studien kompletteras även med en kvalitativ del bestående av intervjuer.

Resultat: Studien konstaterar att det föreligger en föredragen placeringshorisont på företag noterade på handelsplattformarna First North och Aktietorget efter första handelsdagen. För Nasdaq OMX Stockholm indikerar resultatet att en längre placeringshorisont är att föredra. Varken parametrarna ålder eller bransch kunde ge indikationer om placeringshorisonten eftersom de enskilt inte är av tillräckligt stor betydelse för en akties prestation.

Begreppslista

Här förklaras och definieras några av de mest centrala begreppen som återkommer flertalet gånger i studien framöver.

Börsintroduktion

När företag ansöker om registrering av företagets aktier på en marknadsplats för att tas upp till publik handel (Finansportalen, 2016). Begreppet börsintroduktion kommer användas synonymt med nyintroduktion, notering och listning.

Marknadsplats

Samlingsbegrepp för samtliga plattformar som är under Finansinspektionens tillsyn och är godkända att bedriva värdepappershandel (Finansinspektionen, 2016).

Börs

Enligt Finansinspektionen är en börs en reglerad marknadsplats som bedriver värdepappershandel. I Sverige finns det två stycken registrerade börser; Nasdaq OMX Stockholm och NGM Equity. Börserna ställer striktare krav på de noterade bolagen än på övriga marknadsplatser samt onoterade bolag (Finansinspektionen, 2016).

Handelsplattform

En handelsplattform är en mindre reglerad marknadsplats för handel med värdepapper och benämns även som Multilateral Trading Facility (MTF). I Sverige finns det fyra huvudsakliga handelsplattformar; First North, Nordic MTF, AktieTorget och Burgundy. Handelsplattformar kan bedrivas av börser alternativt värdepappersbolag och omfattar enklare regelverk för dess listade bolag. (Finansinspektionen, 2016)

Noterade

Endast en aktie som är upptagen till handel på en reglerad marknadsplats, börs, benämns som noterad (Aktiespararna, 2016).

Listade

En aktie som är upptagen till handel på en marknadsplats, inkluderande både börs och handelsplattform benämns som listad (Aktiespararna, 2016).

Branschtillhörighet

Branscherna är indelade efter New- och Old Economy i enlighet med Schuster (2003). I New Economy ingår Technology, Telecom och Health care. I Old Economy ingår Financials, Oil and Gas, Consumer Services, Consumer Goods, Utilities, Materials och Industrials. (Schuster, 2003)

Föredragen placeringshorisont

Högsta möjliga avkastning i förhållande till teckningskurs satt i relation till OMX 30 Gross Index utefter studiens valda mätpunkter.

Innehållsförteckning

| | |
|--------------------------------------------------------|-----------|
| Inledning | 12 |
| 1.1 Problembakgrund..... | 12 |
| 1.2 Problemdiskussion..... | 13 |
| 1.3 Forskningsfrågor..... | 15 |
| 1.4 Syfte | 15 |
| 1.5 Forskningsbidrag..... | 15 |
| 1.6 Avgränsningar..... | 16 |
| 1.7 Målgrupp..... | 16 |
| 1.8 Disposition | 17 |
| 2. Metod | 18 |
| 2.1 Vetenskapligt angreppssätt..... | 18 |
| 2.2 Datainsamlingsmetod | 19 |
| 2.2.1 Primärdata | 19 |
| 2.2.1.1 Primärdata insamlingsmetod..... | 19 |
| 2.2.1.2 Studiens respondenter | 20 |
| 2.2.2 Sekundärdata..... | 21 |
| 2.2.2.1 Urval av företag | 21 |
| 2.2.2.2 Val av undersökningsår..... | 21 |
| 2.2.2.3 Val av marknadsplatser..... | 22 |
| 2.2.2.4 Val av branschbenämning..... | 22 |
| 2.2.2.5 Val av åldersintervall | 23 |
| 2.2.2.6 Referensindex..... | 23 |
| 2.3 Hypotesprövning..... | 23 |
| 2.4 Prestationsmått och avkastning | 24 |
| 2.4.1 BHAR (Buy-and-Hold Abnormal Return)..... | 25 |
| 2.5 Mått på risk | 25 |
| 2.6 Källkritik..... | 26 |
| 2.6.1 Kritik av primärdata | 26 |
| 2.6.2 Kritik av sekundärdata | 26 |
| 3. Praktisk referensram | 28 |
| 3.1 Svenska handelsplatser för värdepapper..... | 28 |
| 3.2 Svenska börser..... | 28 |
| 3.2.1 Marknadsplats 1: Nasdaq OMX Stockholm | 28 |

| | |
|--------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 3.2.2 Marknadsplats 2: NGM Equity..... | 29 |
| 3.3 Svenska handelsplattformar | 30 |
| 3.3.1 Marknadsplats 3: First North..... | 30 |
| 3.3.2 Marknadsplats 4: AktieTorget..... | 30 |
| 3.4 Konjunkturutveckling under studiens undersökningsperiod | 31 |
| 4. Teoretisk referensram..... | 33 |
| 4.1 Allmän teori | 33 |
| 4.1.1 Informationsasymmetri | 33 |
| 4.1.2 Behaviorist Theory..... | 34 |
| 4.1.3 Förväntningsteori | 35 |
| 4.2 Tidigare forskning med relevans för studien..... | 35 |
| 4.2.1 Börsklimat..... | 35 |
| 4.2.2 Avkastning första handelsdagen | 36 |
| 4.2.3 Långsiktig kursutveckling för nyintroduktioner..... | 36 |
| 4.2.4 Företagets ålder | 37 |
| 4.2.5 Branschtillhörighet | 37 |
| 5. Empiri | 40 |
| 5.1 Kvantitativ data | 40 |
| 5.1.1 Marknadsplats..... | 42 |
| 5.1.2 Branschtillhörighet | 44 |
| 5.1.3 Företagets ålder vid introduktion..... | 47 |
| 5.2 Kvalitativ data | 48 |
| 5.2.1 Trender och framtidsutsikter för svenska nyintroduktioner..... | 49 |
| 5.2.2 Marknadsplats..... | 50 |
| 5.2.3 Branschtillhörighet | 51 |
| 5.2.4 Företagets ålder vid introduktion..... | 52 |
| 6. Analys..... | 53 |
| 6.1 Disposition av analys | 53 |
| 6.2 Marknadsplats | 53 |
| 6.3 Branschtillhörighet | 56 |
| 6.4 Företagets ålder vid introduktion..... | 57 |
| 7. Slutsats och Fortsatt forskning | 59 |
| 7.1 Slutsats..... | 59 |
| 7.2 Förslag till framtida forskning | 61 |

En investerares tidsperspektiv på nyintroduktioner - En studie om placeringshorisont på svenska marknadsplatser

Författare: Fredrika Bengtsson, Victor Billing, Lovisa Falkenberg, Ludwig Övald-Appelblad

| | |
|--------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 8. Källförteckning | 63 |
| 8.1 Litteratur | 63 |
| 8.2 Vetenskapliga artiklar | 63 |
| 8.3 Elektroniska källor | 65 |
| 8.4 Muntliga källor | 68 |
| 9. Appendix | 69 |
| Bilaga 1: Intervjufrågor Aktiespararna, Albin Rännar | 69 |
| Bilaga 2: Intervjufrågor Carnegie, Henric Falkenberg | 70 |
| Bilaga 3: Intervjufrågor Mangold Fondkommission, Tor Wikman | 71 |
| Bilaga 4: T-tester | 72 |
| Bilaga 5: Underlag till kvantitativ empiri | 80 |
| Bilaga 6: Företag som medverkar i studien | 83 |

Inledning

Studiens inledning ska förklara inledande och grundläggande problem och bakgrunder till varför denna studie kan tänkas vara relevant. Syftet, studiens frågeställningar, avgränsningar och målgrupp kommer också att beskrivas.

1.1 Problembakgrund

Den globala ekonomins återhämtning efter finanskrisen år 2008 har lett till de senaste årens starka utveckling i Sverige. En viktig orsak till den högkonjunktur som den svenska ekonomin nu befinner sig i är en expansiv finans- och penningpolitik (Konjunkturinstitutet, 2016). Till följd av detta blev 2015 ett intensivt börsår och det tros bli svårt att under 2016 nå upp till föregående års nivåer. 2015 var ett blomstrande år för börsintroduktioner och Nasdaq OMX Stockholm gjorde fler introduktioner än någonsin. Det noterades hela 70 nya företag på Stockholmsbörsen (Sveriges Radio, 2015). Håkan Sjögren, Managing Director på Nasdaq OMX, ser positivt på 2016. Han menar att de har en stark "pipeline" för innevarande år och ser inget avtagande noteringsintresse. Enligt Sjögren är noteringsviljan nära länkad till det makroekonomiska klimatet och givet en fortsatt stabil marknad tros det bli ett bra år, men inte överträffa år 2015. Även Peter Gönczi, VD på AktieTorget, tror att intresset för de mindre handelsplattformarna kommer vara fortsatt stort från företag och investerare (Realtid, 2016).

År 1863 upprättades den första svenska fondbörsen som under varierande namn varit ensam aktör för värdepappershandel i Sverige fram till 1998. Fram till IT-kraschen år 2000 etablerades ytterligare en börs och två handelsplattformar. Därutöver har två handelsplattformar registrerats under senare halvan av 2000-talet (Nasdaq OMX Nordic, 2016). I dagsläget bedrivs värdepappershandel på så väl reglerade marknadsplatser som på inofficiella små listor. De reglerade marknadsplatser, som övervakas av Finansinspektionen, allmänt benämnda som börser, som är verksamma i Sverige är Nasdaq OMX Stockholm samt Nordic Growth Market (NGM) Equity. Nasdaq är inriktat på mer etablerade bolag medan NGM lägger större fokus på tillväxtbolag. Majoriteten av de företag som är listade på handelsplattformarna First North, NGM Nordic MTF, AktieTorget och Burgundy är tillväxtbolag precis som på NGM Equity. Det finns även flera inofficiella mindre listor såsom Göteborgs OTC-lista och Alternativa aktiemarknaden (MedTech

Magazine, 2015). Tillökningen av marknadsplatser har bidragit till att svenska företag har möjlighet att notera sig i allt större utsträckning (Rännar, 2016). Den främsta anledningen till att notera företagets aktier till handel är för att anskaffa kapital och för att grundare och redan befintliga aktieägare ska kunna konvertera sina aktier till pengar i framtiden (Ritter & Welch, 2002).

I takt med den rådande högkonjunkturen fortsätter den totala aktieförmögenheten på den svenska marknaden att öka, under 2014 steg förmögenheten med 532 miljarder till 5542 miljarder kronor. Även hushållens aktieförmögenhet har ökat och var vid samma tillfälle värderad till 614 miljarder. Dock minskar andelen aktieägare och i slutet av 2014 var det 13,8% av befolkningen som ägde aktier direkt jämfört med 14,3% i slutet av 2013 (Tryggare Framtid, 2015). Trots positiva spekulationer om framtiden råder det i dagsläget en stor osäkerhet om aktiemarknaden och dess utveckling. För de investerare som har deltagit i börsintroduktioner av stora bolag på Stockholmsbörsen har majoriteten erhållit en bra avkastning på sin investering och i många fall slagit index. För de investerare som istället deltagit i börsintroduktioner av mindre bolag på exempelvis First North har det gått sämre. Det är fler bolag som tappat i värde än stigit, och många av företagen har halverat sina kurser sedan noteringarna (Sveriges Radio, 2015). Detta kan bero på att det finns gott om så kallade "förhoppningsbolag" på de mindre handelsplattformarna. En artikel i Svenska Dagbladet belyser dessa "förhoppningsbolag" och konstaterar att 27 företag listade på AktieTorget tappat över 90% i värde under de senaste fem åren. Enligt Günter Mårder, tidigare VD på Aktiespararna, ligger medianen för företagen på AktieTorget på en halvering av värde sett till utvecklingen de senaste fem åren. Samtidigt finns det även stora vinnare på dessa mindre handelsplattformar. Det är enligt Mårder viktigt att vara medveten om riskerna att placera sina pengar på mindre handelsplattformar (SvD Näringsliv, 2010). För en investerare kan man fråga sig om det finns en optimal strategi för placering av kapital vid börsintroduktioner, finns det karakteristiska som särskiljer lyckade introduktioner från misslyckade och skall en investerare överhuvudtaget överväga nya bolag som söker kapital på börsen?

1.2 Problemdiskussion

Det är en vedertagen tes att aktiemarknaden är volatil och kontinuerligt påverkas av externa faktorer såsom förändringar i världsekonomin, framförallt i Kina och USA.

Vidare orsakar konflikter, fluktuationer i oljepriset samt rådande ränteläge skiftningar i börsklimatet. Konsekvenserna av externa faktorerers inflytande på aktiemarknaden gör den till ett osäkert investeringsalternativ (Wikman, 2016). Utvecklingen under 2015 var ett bevis på att externa faktorer, i detta fall den rådande högkonjunkturen, har en inverkan på aktiemarknaden. Högkonjunkturen har resulterat i att notering på aktiemarknaden blivit ett mer attraktivt tillvägagångssätt för företag att anskaffa kapital på, därav det ökade antalet börsnoteringar. Enligt Mats Andersson, före detta VD på Fjärde AP-fonden, innebär dock denna rusning inte enbart positiva följder för investeraren. Med referens till de rekordmånga noteringar på Nasdaq OMX Stockholm och First North föregående år menar Andersson att många av de introducerade bolagen inte platsar på börsen då de inte håller tillräckligt hög kvalitet. Denna tes stöds även av att de facto fler företag bland de nytillkomna på First North har tappat värde än stigit, vidare har flertalet bolag halverat sitt värde sedan notering (Sveriges Radio, 2015).

Trots detta placerar strax över en tiondel av den svenska befolkningen sitt kapital på den riskfyllda aktiemarknaden (Tryggare Framtid, 2015). Aktiemarknadens aktörer består av såväl stora banker och fondkommissionärer som olika typer av investerare i form av privatpersoner, investmentbolag, aktiefonder, försäkringsbolag, AP-fonder, både inhemska och internationella. Digitaliseringen möjliggör så kallad "High-frequency Trading", vilket utgörs av algoritmiserade datorprogram, för dagsbaserad handel med aktier. Att generera avkastning på daglig aktiehandel har därmed komplicerats för den enskilde investeraren då det är svårt att konkurrera med dessa datorprogram. Detta kan alltså försvåra avgörandet av placeringshorisonten men generellt sett går aktiemarknaden uppåt på lång sikt och vid en långsiktig placeringshorisont bör investeraren generera positiv avkastning (Falkenberg, 2016).

Albin Rännar (2016), Chef för marknadsbevakning på Aktiespararna, medger riskerna på aktiemarknaden men påstår att vid långsiktig placeringshorisont och diversifiering av sin aktieportfölj kan man som investerare erhålla en god avkastning.

Hur skall den enskilde investeraren förhålla sig till nyintroduktioner? Flera studier relaterade till nyintroduktioner och avkastning menar att investerare erhåller den högsta möjliga avkastningen efter första handelsdagen, även benämnt fenomenet underprissättning. Tidigare undersökningar har även konstaterat att företag i genomsnitt har underavkastat gentemot index på lång sikt efter nyintroduktion trots att aktien sett en tydlig uppgång första tiden (Ritter & Welch, 2002; Schuster, 2003).

Henric Falkenberg (2016), Global aktiechef för Carnegie Securities, samtycker med Rännar (2016) om riskerna på aktiemarknaden. Dock poängterar Falkenberg (2016) att det är av största vikt att den enskilde individen tydliggör ändamålet med sin investering. Med ett uttalat mål bör man som enskild individ ta i beaktning de risker som medföljer en investering och därmed anpassa sin placeringshorisont efter det uppsatta målet.

Relativt lite forskning har ägnats åt att granska huruvida det föreligger en bättre eller sämre placeringshorisont för en enskild investerare för investering vid börsintroduktioner. Detta har föranlett inriktningen på denna studie.

1.3 Forskningsfrågor

- Kan den genomsnittliga avkastningen i förhållande till referensindex vid de olika mätpunkterna indikera på en kortare eller längre placeringshorisont vid investering i börsintroduktioner?
- Kan parametrarna marknadsplats, branschtillhörighet samt ålder på företag vid notering indikera en bättre eller sämre placeringshorisont vid investering i börsintroduktioner?

1.4 Syfte

Syftet är att granska huruvida det föreligger en bättre eller sämre placeringshorisont gällande börsintroduktioner på Nasdaq OMX Stockholm, NGM Equity, Aktietorget och First North mellan åren 2005 till och med april 2013. Vidare ämnar studien undersöka hur placeringshorisonten påverkas av parametrarna bransch, marknadsplats och ålder på företaget vid notering.

1.5 Forskningsbidrag

Författarna har för avsikt att bidra med ny kunskap kring en investerares placeringshorisont vid investering i börsintroduktioner i termer av högsta möjliga avkastning i förhållande till referensindex på svenska marknadsplatser utefter studiens mätpunkter; en dag, en månad, sex månader, ett år, tre år. Studien ämnar underlätta för enskilda investerare gällande bedömningar av placeringstidshorisonter av börsintroduktioner. Denna studie är även tänkt att vara ett underlag för finansiella rådgivare som har kunder med specifika krav på placeringshorisonter. Då främst

utländska referensstudier existerar ämnar denna studie att bidra med liknande kunskap för svenska förhållanden.

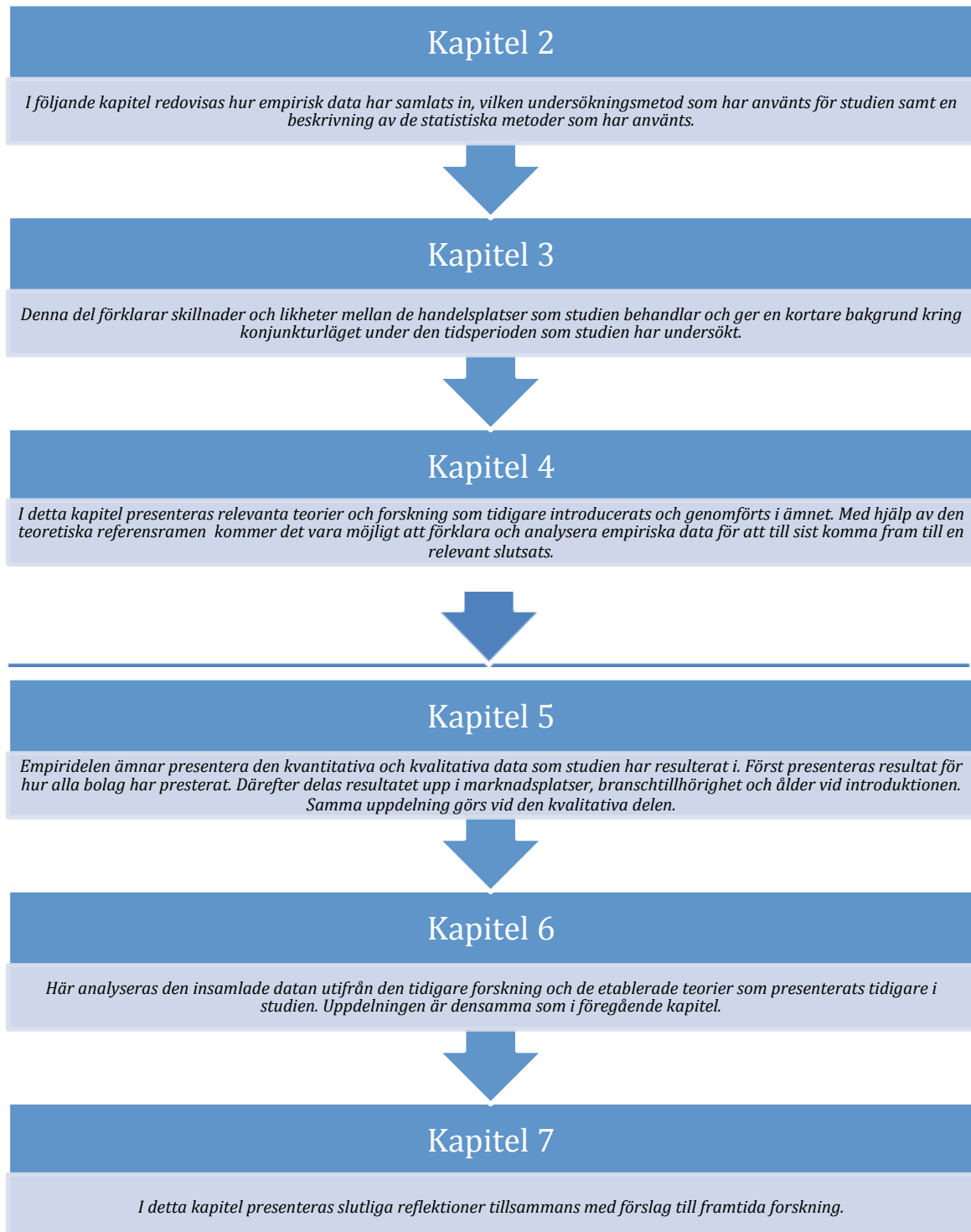
1.6 Avgränsningar

Denna studie fokuserar enbart på två börser, Nasdaq OMX Stockholm och NGM Equity, samt två handelsplattformar, First North och AktieTorget. Förhoppningen var att inkludera fler svenska marknadsplatser för värdepappershandel, inklusive inofficiella listor. De har dock inte uppfyllt relevanta kriterier för detta arbete. Mer information om urvalsprocessen samt kriterier finns att tillgå i kapitel 2.2.2.1 nedan. Definitionen av nyintroducerade företag som antas i denna studie baseras på samtliga företag som inte tidigare varit upptagna till handel på marknadsplatser såsom en börs, handelsplattform eller inofficiell lista. På grund av den begränsade tidsramen har studien inte kunnat omfatta fler än fem mätpunkter. Aktiekursen av de nyintroducerade bolagen har endast mätts efter en dag, en månad, sex månader, ett år och tre år. Vidare är undersökningen limiterad till en tidsperiod om åtta år, mellan år 2005 till och med april 2013. Då studien genomfördes under mars-maj månad 2016 kan enbart börsintroduktioner som skett fram till och med 30 april 2013 inkluderas i datainsamlingen då sista mätpunkt vid undersökningen är tre år efter introduktionsdatumet. Företag introducerade efter april månad 2013 har uteslutits då data inte varit tillgänglig eller fullständig för studien.

1.7 Målgrupp

Studien är avsedd för läsare med grundläggande kunskaper inom ämnesområdena företagsekonomi, statistik samt värdepappershandel. Därutöver förutsätter studien att läsaren besitter kunskap om vedertagen terminologi samt resonemang inom den företagsekonomiska sfären.

1.8 Disposition



2. Metod

I följande kapitel redovisas hur empirisk data har samlats in, vilken undersökningsmetod som har använts för studien samt en beskrivning av de statistiska metoder som har använts.

2.1 Vetenskapligt angreppssätt

När en empirisk studie genomförs finns vanligtvis två generella ansatser; den deduktiva och den induktiva (Bryman & Bell, 2013). Den deduktiva ansatsen utgår från principer som anses generella och från tidigare publicerade och etablerade teorier (Patel & Davidson, 2011). Denna utgångspunkt anses ge ett objektiva resultat enligt Patel & Davidson (2011) eftersom tidigare använda och beprövade modeller och teorier styr utformningen och därmed utfallet av studien. Risken finns dock att de tidigare beprövade teorierna inte längre är aktuella eller stämmer överens med den verklighet som undersöks. En induktiv ansats utgår från empiri där personen eller gruppen som genomför studien utvecklar egna teorier utifrån den insamlade empirin (Patel & Davidson, 2011). Denna studie kommer anta en deduktiv ansats, eftersom studien utifrån tidigare teorier vill kunna få fram ett objektiva resultat som beskriver hur börsintroduktioner har presterat.

De flesta vetenskapliga studier använder sig av antingen kvantitativ eller kvalitativ metod och i vissa fall appliceras båda tillvägagångssätten. Kvantitativ metod karaktäriseras av "hård" data från exempelvis databaser eller statistiska undersökningar. När denna metod används är det främst för att samla in och analysera större datamängder och med hjälp av statistiska metoder komma fram till ett objektiva resultat (Denscombe, 2000). I denna studie har stora mängder aktiekursdata samlats in och analyserats för bolag som börsintroducerats under perioden 2005 till april 2013. Vidare i detta kapitel förklaras de statistiska metoder som använts för att genomföra undersökningen.

Studien kommer även innehålla vissa kvalitativa inslag, i form intervjuer. Istället för att likt den kvantitativa metoden studera "hård" data, menar den kvalitativa metoden att fokusera på och analysera ord (Bryman & Bell, 2013). Intervjuerna används som komplement för att få en mer initierad och detaljerad bakgrund gällande börsintroduktioner. De utgår från undersökningsvariablerna marknadsplats,

branschtilhörighet och ålder vid introduktionen. Kvalitativ data har samlats in genom intervjuer med relevanta respondenter som har kunskap om aktiemarknaden och börsintroduktioner.

2.2 Datainsamlingsmetod

2.2.1 Primärdata

Då studien främst baseras på kvantitativ metodteori genom insamling av sekundärdata har valet gjorts att komplettera sekundärdata med primärdata i form av intervjuer. Primärdata är information som ligger till grund för djupare förståelse kring ämnesområdet samt analysen (Bryman & Bell, 2013). Studiens primärdata erhöles genom intervjuer med personer med relevant bakgrund och erfarenhet gällande aktiemarknaden och börsintroduktioner.

2.2.1.1 Primärdata insamlingsmetod

Den primära datainsamlingen skedde genom semistrukturerade intervjuer, där viss tematisering av frågorna bestämts i förväg, samtidigt som det gavs utrymme för följdfrågor. Fördelarna med denna intervjuform är möjligheten att få mer utförliga svar från respondenterna än vid ett mer standardiserat alternativ likt strukturerade intervjuer (Lundahl & Skärvad, 1999). Intervjuerna var fria i den meningen att de snarare skulle uppmuntra till dialog och få respondenterna att dela med sig av åsikter och attityder och inte bara ren fakta (Lundahl & Skärvad, 1999). I största möjliga mån har intervjufrågorna varit desamma för samtliga respondenter för att kunna jämföra och analysera svaren. Eftersom studiens respondenter innehar olika befattningar inom näringslivet har enstaka frågor utformats speciellt efter deras personliga erfarenheter och kunskaper. Respondenternas olika bakgrund är ytterligare ett belegg för valet av semi-strukturerade intervjuer. Se bilaga 1, 2 och 3 för intervjufrågor.

På grund av det geografiska avståndet har två av tre intervjuer skett via Skype. Valet av intervjumetod stod mellan telefonintervju och Skype-intervju. Då Skype erbjuder videosamtal framstod det som det bästa alternativet då det medför en mer personlig kontakt med respondenten. En av intervjuerna genomfördes i person. För att underlätta bearbetningen av data har samtliga intervjuer spelats in med syfte att göra en noggrannare analys. Att använda sig av den tekniken möjliggör kontroller av de mindre medvetna tolkningar som görs under en intervju (Bryman & Bell, 2013).

2.2.1.2 Studiens respondenter

En förutsättning för djupare förståelse kring ämnesområdet är att inkludera olika perspektiv kring den svenska aktiemarknaden samt börsintroduktioner. Därmed kontaktades personer som representerar olika aktörer på marknaden. Intervjuobjekten blev således tre aktieexperter med perspektiven investerare, investmentbank respektive fondkommissionär.

Albin Rännar - Chef för marknadsbevakning, Aktiespararna

Albin Rännar har en civilekonomutbildning från Handelshögskolan i Stockholm och är sedan år 2013 chef för marknadsbevakningen på Aktiespararna. Han har tidigare varit operativ chef på Nordic Investor Services och det senaste decenniet arbetat aktivt med bolagsbevakning. Utöver att bidra med sin mångåriga erfarenhet gällande den svenska aktiemarknaden kommer Rännar från en oberoende organisation som kan bidra med ett helhetsperspektiv som enskilda aktörer inte kan erbjuda studien. Trots sin oberoende ställning tar Rännars arbete utgångspunkt i investerarens perspektiv.

Henric Falkenberg - Global aktiechef för Carnegie Securities, Carnegie

Henric Falkenberg har en civilekonomutbildning från Stockholms Universitet och är sedan år 2009 Global aktiechef över Carnegie Securities. Falkenberg har tidigare erfarenheter som mäklarchef på SEB Enskilda under 11 år och har dessförinnan arbetat som mäklare på Öhman och Consensus. Carnegie är den investmentbank i Sverige som genomför flest börsintroduktioner per år, näst intill uteslutande på Nasdaq OMX Stockholm. Därmed har Falkenberg möjlighet att bidra med en djupare insikt i processen kring börsintroduktioner, framförallt gällande de större och mer komplexa börsintroduktionerna.

Tor Wikman - Analytiker Corporate Finance, Mangold Fondkommission

Tor Wikman har en kandidatexamen från Uppsala Universitet inom nationalekonomi och även en mastersutbildning från Copenhagen Business School. Wikman började sin karriär på Avanza Bank och har sedan dess drivit egna företag och är i dagsläget Corporate Finance-analytiker på Mangold Fondkommission. Mangold är en oberoende fondkommissionär, vilka är auktoriserade att bedriva värdepappershandel,

som genomför börsintroduktioner på såväl små som stora listor, däribland First North och Nasdaq OMX Stockholm. Till denna studie bidrar Wikman med kunskap om tillvägagångsätt och tankegångar kring noteringsprocessen på de mindre listorna samt om sin, något korta, arbetslivserfarenhet inom näringslivet.

2.2.2 Sekundärdata

Publicerad information som gjorts tillgänglig för allmänheten går under benämningen sekundärdata (Befring, 1994). Den sekundärdata som har insamlats består till stora delar av numerisk data. Datastream, världens största finansstatistiska databas, har använts vid inhämtning av dagliga aktiekurser (Datastream, 2016). Vidare har information gällande teckningskurser, listningar, avlistningar, ålder och branscher hämtats från Skatteverket (Skatteverket, 2016), respektive handelsplats, prospekt, årsredovisningar och Avanza (Avanza, 2016). Sekundärdata relaterad till denna studie består även av vetenskapliga artiklar samt tidskrifter inom ekonomi och finans, vilka har granskats och bidragit till den teoretiska bakgrunden.

2.2.2.1 Urval av företag

420 företag nyintroducerades på Nasdaq OMX Stockholm, NGM Equity, First North och AktieTorget under perioden 2005 till och med april 2013. Av dessa 420 företag uppfyllde endast 108 nyintroduktioner de kriterier som bestämdes vid urvalsprocessen. Nedan följer en beskrivning av studiens urval av företag.

Denna studie baseras på delar av de kriterier som Eugene F. Fama och Kenneth R. French tillämpade i sin studie *“The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence”* från år 2004. Dessa kriterier innebär att företagen inte gått i konkurs, blivit uppköpta, avnoterats eller varit inblandade i en sammanslagning inom en treårsperiod från introduktionsdatumet. Vidare har företag som gjort listbyten exkluderats. I de fall då årsredovisningar inte kan hittas eller då det varit bristfällig information gällande teckningskurser, förstadagsavkastning eller aktiekurser sett till andra tidpunkter har bolagen uteslutits från studien. Ett stort bortfall grundas i att företag tidigare varit noterade vid en börs, handelsplattform eller inofficiell lista.

2.2.2.2 Val av undersökningsår

Studien ämnar undersöka noteringar av företag på utvalda svenska marknadsplatser under tidsperioden 2005 till och med april 2013. Valet av en längre

undersökningsperiod är tänkt att motverka externa faktorer som kan påverka aktiekursen såsom börsklimat, konjunktursvängningar och investerares förväntningar. En undersökningsperiod som sträcker sig över flertalet år har möjlighet att ge en mer rättvis bild av verkligheten då det minskar risken för att externa faktorer inverkar för mycket på studiens resultat. Studien hade för avsikt att undersöka en tioårsperiod (2003-2013) men på grund av bristfällig data kring börsintroduktioner före 2005 gjordes valet att utesluta åren 2003-2004. Därmed omfattar studien enbart tidsperioden 2005-01-01 till 2013-04-30. Studien undersöker aktiekursens utveckling efter börsintroduktionen vid fem mätpunkter; en dag, en månad, sex månader, ett år och tre år. Då en av mätpunkterna avser att undersöka utvecklingen efter tre år sträcker sig studien endast till 30 april 2013 för att all insamlad data ska kunna vara jämförbar.

2.2.2.3 Val av marknadsplatser

Denna studie kommer enbart att rikta in sig på två börser och två handelsplattformar; Nasdaq OMX Stockholm, NGM Equity, AktieTorget och First North. Då det endast finns två reglerade marknadsplatser i Sverige som har tillstånd av Finansinspektionen att bedriva aktiehandel under benämningen börs fanns det inte möjlighet att inkludera andra reglerade marknadsplatser i denna studie. Valet av handelsplattformar blev givet då enbart två har varit i bruk under hela undersökningsperioden. De exkluderade handelsplattformarna Burgundy och NGM Nordic MTF öppnades upp för handel år 2007 respektive år 2009 (NGM Equity 2016; Aktiespararna, 2009). Studien har exkluderat inofficiella listor såsom Göteborgs OTC-lista och Alternativa Aktiemarknaden då handel sker i för liten skala.

2.2.2.4 Val av branschbenämning

Den initiala branschindelningen utgick efter Nasdaqs egna klassificering av branscher; Health care, Financials, Oil and Gas, Telecom, Consumer Services, Consumer Goods, Technology, Utilities, Materials, Industrials. På grund av det låga antalet börsnoteringar inom vissa branscher anses det inte vara tillräckligt med statistiskt underlag för att kunna dra statistiskt säkerställda slutsatser. Därmed har en ny branschindelning genomförts utefter Josef Anton Schusters studie från 2003 där han delat in företag i två olika grupper, New- och Old Economy. Till New Economy tillhör Techonology, Telecom, Media och Health care. Övriga branscher tillhör Old Economy.

2.2.2.5 Val av åldersintervall

En av de undersökta parametrarna är ålder på företaget vid notering. Åldern på företagen som medverkar i denna studie sträcker sig från 0-86 år. Ett åldersintervall har fastställts med en period om fem år. De olika intervallen är 0-5 år, 6-10 år, 11-15 år och 16+ år. Då många företag som noterats under studiens undersökningsperiod är mellan 0-15 år har dessa åldersintervall tillämpats för att kunna analysera huruvida en skillnad föreligger i placeringshorisont för de olika åldersgrupperna.

2.2.2.6 Referensindex

För att sätta studiens kvantitativa data i perspektiv i form av en alternativ investering har ett referensindex inkluderats. OMX Stockholm 30 Gross Index, vidare kallat OMX30GI, är ett kapitalviktat index som mäter aktiekursutvecklingen på de 30 mest omsatta aktierna på Stockholmsbörsen (Nasdaq OMX Nordic, 2016). Med ett kapitalviktat index menas att likt Hong Kongs Hang Seng-index, är indexet viktat efter marknadsvärdena på aktierna i indexet. Exempelvis, om Ericssons marknadsvärde är 10% av det totala värdet på de 30 aktier med högst marknadsvärde på Stockholmsbörsen, får Ericsson då en tioprocentig viktning i indexet. OMX30 GI är valt som referens då det likväl som denna studies kvantitativa aktiedata gjort antagandet att utdelning återinvesteras (Aktiespararna, 2007).

Vid valet av referensindex var OMX30GI till en början inte det självklara valet. Utgångspunkten har varit att på längre sikt återinvestera eventuella utdelningar från börsintroduktionerna. För att detta skulle kunna ställas i relation till att inneha exempelvis en renodlad (viktad) indexportfölj som också återinvesterar utdelningen, likt Ritter & Welch (2002) föll valet på OMX30GI.

2.3 Hypotesprövning

För att kunna bestämma om en studies resultat är statistiskt säkerställt behöver utförarna testa och kontrollera att studiens resultat inte har påverkats av slumpen. En vanlig metod för detta är det så kallade "Students t-test".

För att undersöka om ett samband föreligger mellan studiens parametrar och om det finns en bättre eller sämre placeringshorisont kommer en hypotesprövning att genomföras för att se om dessa är statistiskt signifikanta. Hypotesprövningen genomförs med ett t-test för varje parameter. Samtliga t-tester presenteras i bilaga 4.

Följande hypoteser används för samtliga parametrar:

Nollhypotes: Det finns ingen signifikant skillnad mellan den genomsnittliga avkastningen för den valda parametern och OMX30GI.

$$H_0: \mu_{nyintrod.} - \mu_{OMX30GI} = 0$$

Mothypotes: Det finns en signifikant skillnad mellan den genomsnittliga avkastningen för den valda parametern och OMX30GI.

$$H_1: \mu_{nyintrod.} - \mu_{OMX30GI} \neq 0$$

När t-testet utförs ställs det kritiska p-värdet till 0,05. Signifikansnivån är då 95%. Mothypotesen anses starkare ju lägre p-värdet är. Det går att dela in signifikanserna i olika kategorier, från en- till trestjärnig signifikans. Nedan sammanfattas de enligt följande med en 95% procentig signifikansnivå:

| | | | |
|-----------|-----------|----------------|-------------------------|
| • P-värde | Större än | 0,05 | Ingen signifikans (i.s) |
| • P-värde | mellan | 0,01 och 0,05 | * |
| • P-värde | mellan | 0,01 och 0,001 | ** |
| • P-värde | mindre än | 0,001 | *** |

2.4 Prestationsmått och avkastning

För att kunna avgöra hur varje specifik aktie har presterat räcker det inte att endast titta på hur aktien i sig har presterat under de bestämda tidsperioderna. För att studien ska kunna ge en så rättvisande bild som möjligt krävs även att varje enskild aktieutveckling jämförs mot ett bestämt index. Genom att ställa varje aktieavkastning under varje enskild tidsperiod emot hur det valda jämförelseindexet har presterat under samma period minskar en del av effekterna av konjunktursvängningar som annars kan få en aktie att prestera bättre eller sämre. När över- och underavkastning ska mätas används generellt sett två olika mått, BHAR (Buy-and-Hold Abnormal Return) och CAR (Cumulative Abnormal Return). Studien har valt att använda sig av BHAR som mått på över- och underavkastning.

2.4.1 BHAR (Buy-and-Hold Abnormal Return)

$$BHAR_{iT} = \left[\prod_{t=1}^T (1 + r_{it}) \right] - \left[\prod_{t=1}^T (1 + r_{mt}) \right]$$

Formel 2.1. Buy-and-Hold Abnormal Return.

Ritter (1991) och Levis (1993) är två av flera som tidigare använt måttet BHAR för sina mätningar. Avkastningen för en specifik aktie kan med hjälp av formeln jämföras med marknadens avkastning eller avkastningen för ett särskilt index. Fördelen med BHAR jämfört med CAR är att i detta mått finns ränta-på-ränta-effekten med, något som är viktigt vid mått av en akties prestation på längre sikt. BHAR mäter skillnaden för aktien i under tidsperioden 1 till T mellan aktiens prestation och marknadens prestation. För att bestämma BHAR för en särskild tidsperiod för aktien i subtraheras produktsumman av det valda jämförelseindexets avkastning från aktien i :s produktsumma.

Formel 2.1 kan förenklas enligt följande:

$$R_{\text{Abnormal}} = R_{\text{Actual}} - R_{\text{Normal}}$$

2.5 Mått på risk

I denna studie appliceras standardavvikelse som mått på risk med benämningen volatilitet. En akties volatilitet används för att beskriva hur riskfylld aktien anses vara. Formeln för standardavvikelsen visar hur, i detta fall en särskild aktie, har varierat kring dess eget medelvärde. Beräkningen genomförs med Microsoft Excels standardmässiga formel för utvalda företag respektive referensindex för de fem mätpunkterna, formeln illustreras nedan. Medelvärdet (\bar{x}) i funktionen är studiens valda jämförelseindex, OMX Stockholm 30 Gross Index.

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum(x - \bar{x})^2}{n - 1}}$$

Formel 2.2 Standardavvikelse

2.6 Källkritik

Vid insamling av både kvantitativ och kvalitativ data har ett kritiskt förhållningssätt antagits genom studiens gång. För att bidra till dagens forskning inom ämnesområdet har den insamlade data noggrant granskats för att i största möjliga mån presentera en så korrekt bild som möjligt av verkligheten. Därmed har insamlad data granskats i termer av reliabilitet och validitet samt huruvida denna data erhåller någon relevans för studien. Källkritiken har indelats i sekundär- och primärdata.

2.6.1 Kritik av primärdata

Vid insamling av primärdata är det av största vikt att man som intervjuledare och analytiker av intervjuerna behåller ett kritiskt synsätt eftersom intervjuobjekten kan tolka frågorna annorlunda och även besvara och vinkla frågorna utifrån sitt intresse. Genom att spela in intervjuerna minskas risken att intervjuledarna gör sin egen tolkning av svaren. I största möjliga mån har intervjuerna genomförts på samma sätt med samma upplägg och många identiska frågor. Det ska dock påpekas att en personlig intervju kan uppmåna till mer diskussion än en Skype-intervju. Att det har varit samma intervjuledare vid alla intervjuer kan också minska risken att intervjuledarna styr intervjun på olika sätt. För att ytterligare minska risken med att intervjuledaren påverkar utfallet av intervjun har en semi-strukturerad intervjuform använts med relativt öppna frågor, dock kan detta bidra till att intervjuobjektet i större utsträckning kan välja hur denne vill svara på frågan.

2.6.2 Kritik av sekundärdata

Även vid insamling av sekundärdata är det viktigt att ha ett kritiskt förhållningssätt då insamlad data inte producerats med studiens syfte i åtanke. Information från Skatteverket, respektive handelsplats, prospekt, årsredovisningar och Avanza bör anses hålla hög kvalitet men det finns alltid en risk att ofördelaktig information undanhölls, kanske framförallt i de egna företagens prospekt. Sekundärdata som inkorporerats i denna studie anses ha hög reliabilitet. Framförallt då de svenska marknadsplatserna står under Finansinspektionens tillsyn och övervakning. Marknadsplatserna har i sin tur skyldighet att övervaka de listade företagen och se till att samtliga lyder under de regelverk som finns gällande offentliggörande av finansiell

En investerares tidsperspektiv på nyintroduktioner - En studie om placeringshorisont på svenska marknadsplatser

Författare: Fredrika Bengtsson, Victor Billing, Lovisa Falkenberg, Ludwig Övald-Appelblad

information. Vidare bevakar analytiker de listade företagen samt granskar deras finansiella rapporter.

Subjektivitet är ytterligare en aspekt som bör beaktas vid användning av sekundärdata. Tidskrifters och tidningsartiklars objektivitet samt trovärdighet kan ifrågasättas och bör reflekteras över då de inte behöver redovisa källor.

Vidare kan valet av referensindexet OMX30GI till viss del ge avvikande resultat eftersom det endast ser till de 30 största bolagen på Stockholmsbörsen. Därmed utelämnas små- och medelstora bolag, vilka utgör en majoritet av de bolag som studien har undersökt. Men då målet varit att kunna jämföra investeringar i börsnoteringar i relation till att inneha exempelvis en renodlad (viktad) indexportfölj, likt Ritter och Welch gjorde (2002) föll valet av referensindex på OMX30GI.

3. Praktisk referensram

Denna del förklarar skillnader och likheter mellan de handelsplatser som studien behandlar och ger en kortare bakgrund kring konjunkturläget under den tidsperioden som studien har undersökt.

3.1 Svenska handelsplatser för värdepapper

I Sverige finns över tio marknadsplatser där det bedrivs aktiehandel. Marknadsplatserna är sedan klassificerade som antingen börser, handelsplattformar eller smålistor. I Sverige finns två börser, fyra handelsplattformar samt flertalet mindre handelsplatser, däribland Alternativa aktiemarknaden och Göteborgs OTC-lista. Det som skiljer marknadsplatserna åt är de krav som ställs på företagen vid notering. Högst krav ställs på företag som handlas på en börs medan de övriga marknadsplatserna ställer lägre krav på exempelvis företagens redovisning och rapportering (Nasdaq OMX Nordic, 2016).

3.2 Svenska börser

Det finns endast två börser i Sverige och dessa är Nasdaq OMX Stockholm och NGM Equity. För att bedriva en handel med värdepapper på en reglerad marknad, det vill säga en börs, krävs tillstånd av Finansinspektionen (FI). Finansinspektionen har en begränsad tillsyn över de noterade företagen, men har fastställt ett antal minimikrav och regelverk som börserna måste följa. Det är därför börserna som bevakar och kontrollerar att de listade företagen följer regelverken. Några exempel på regler som gäller för börsnoterade företag men inte för övriga listade företag är; krav på att redovisa enligt IFRS, offentliggörande av stora ägarförändringar samt specifika regelverk vid uppköp (Finansinspektionen, 2016).

3.2.1 Marknadsplats 1: Nasdaq OMX Stockholm

Nasdaq OMX Stockholm grundades år 1863 som Sveriges första fondbörs och har sedan dess varit den största aktören på den svenska värdepappersmarknaden. År 2007 förvärvade Nasdaq Inc. varumärket OMX och är idag världens största börsföretag känt som Nasdaq OMX Group, Inc. Nasdaq OMX Stockholm, även känd som "Stockholmsbörsen" är den största börserna i Sverige (Nasdaq OMX Nordic, 2016). På Stockholmsbörsen är bolagen uppdelade i olika segment beroende på storlek,

benämnda Small Cap, Mid Cap och Large Cap. Idag är 320 företag noterade på Stockholmsbörsen (Nasdaq OMX Nordic, 2016).

När ett företag vill börsnoteras ansöker de om en noteringsprocess och får då en börsrevisor utsedd av börsen. Börsrevisorn kommer därefter göra en granskning huruvida en notering av bolaget är lämpligt. Revisorn kommer då att undersöka bland annat om det kommer finnas förutsättningar för ändamålsenlig handel. Vidare, kontrolleras huruvida styrelse och företagsledning är lämpliga att sköta bolaget samt om företaget uppfyller krav om offentliggörande av finansiell information. Därefter behöver bolaget ta fram ett prospekt som ska godkännas av Finansinspektionen. Innan noteringen måste bolaget också genomgå en legal granskning. Andra krav som ställs på ett bolag inför en börsnotering på Stockholmsbörsen är att det ska finnas redovisningshandlingar minst tre år bakåt i tiden enligt den lagstiftning som gäller i bolagets hemland. Det måste även finnas en dokumenterad vinstintjäningsförmåga, alternativt att det finns tillräckliga resurser för att bedriva verksamheten under ett år från första handelsdagen. Bolaget måste ha ett förväntat marknadsvärde på aktierna som ska vara eller överstiga en miljon euro. En tillräckligt stor andel av aktierna måste finnas i allmän ägo, riktmärket är 25%, men en mindre andel kan i undantagsfall godkännas. Trots att ett företag uppfyller alla krav kan en ansökan bli avslagen om börsen anser att det kan skada förtroendet för värdepappersmarknaden (Nasdaq OMX Nordic, 2016). Vidare i denna studie kommer Nasdaq OMX Stockholm benämnas som Nasdaq.

3.2.2 Marknadsplats 2: NGM Equity

Nordic Growth Market (NGM) Equity etablerades år 1999 som en handelsplattform men registrerades som en börs år 2003. NGM Equity är ett dotterbolag till Börse Stuttgart Holding GmbH. NGM Equity är Sveriges näst största börs och är primärt till för mindre och medelstora företag (Aktiespararna, 2016). Idag är 39 företag noterade på NGM Equity (NGM Equity, 2016).

NGM Equitys noteringsprocess är i grund och botten väldigt lik Nasdaq. Processen innefattar en prövning av styrelsens sammansättning, legal granskning samt inspektion av börsrevisorn. Sedan upprättas ett prospekt av bolaget som måste godkännas av Finansinspektionen innan det offentliggörs. Därefter behövs en skriftlig ansökan om notering, och efter ett godkännande krävs ett åtagande att följa börsens

regler. NGMs krav skiljer sig delvis från Nasdaq, till skillnad från Nasdaq kräver inte NGM att marknadsvärdet på aktierna måste överstiga 1 miljon euro och NGM har som krav att endast 10% av aktierna måste finnas i allmän ägo. Även om ett företag uppfyller alla krav kan en ansökan om notering avslås (NGM Equity, 2014). Vidare i denna studie kommer NGM Equity benämnas som NGM.

3.3 Svenska handelsplattformar

En handelsplattform är en mindre reglerad marknadsplats för handel med värdepapper och benämns även som Multilateral Trading Facility (MTF). I Sverige finns fyra huvudsakliga handelsplattformar; First North, Nordic MTF, AktieTorget och Burgundy. Handelsplattformar kan bedrivas av börser alternativt värdepappersbolag och omfattar enklare regelverk för dess listade bolag (Finansinspektionen, 2016).

3.3.1 Marknadsplats 3: First North

First North gick tidigare under namnet Nya Marknaden och 2006 bytte handelsplattformen namn till First North. First North är ägt av Nasdaq OMX och är Nasdaqs europeiska tillväxtmarknad som är anpassad för mindre och växande företag. På First North är 198 företag noterade (Nasdaq OMX Nordic, 2016).

På First North handlas aktier för nordiska bolag på en marknad som inte är lika hårt reglerad som Nasdaq. Kostnaderna är generellt sett lägre för att notera sig och även insynskraven är mindre strikta. På First North har varje företag till skillnad från Nasdaq OMX en egen rådgivare som säkerställer att företagen uppfyller de krav och regler som finns (Nasdaq OMX Nordic, 2016). Några krav som gäller notering vid First North innefattar att 10% av aktierna ska finnas i allmän ägo och ha tillräckligt med resurser för att kunna möta de krav som ställs på att kunna ge tillräcklig information till marknaden. Vidare krävs att varje bolag har en Certified Adviser, rådgivare, som säkerställer att bolaget uppfyller de krav och regler som First North ställer på dess noterade (Nasdaq OMX Nordic, 2016).

3.3.2 Marknadsplats 4: AktieTorget

AktieTorget är en marknadsplats som har bedrivit handel med finansiella instrument sedan 1998. Till en början var AktieTorget ett självständigt aktiebolag men sedan 2013 är det en bifirma till ATS Finans AB. På AktieTorget finns idag 151 företag.

Alla företag som uppfyller AktieTorgets krav får bli noterade. AktieTorgets regelverk är utformat med syfte att ge investerarskydd men samtidigt inte vara onödigt

betungande för företagen. Likt First North sker handeln på AktieTorget med samma handelssystem som Nasdaq använder sig av. Därmed är handeln på AktieTorget tillgänglig för alla banker och fondkommissionärer som är anslutna till Nasdaq Nordic (AktieTorget, 2016).

De krav som AktieTorget ställer på de företag som vill notera sig och som skiljer sig från andra marknadsplatser är; att företaget har minst 200 aktieägare med ett innehav av minst 0,1 prisbelopp per ägare (för närvarande ca 4.400kr), att företaget helst varit verksamma i några år (undantagsfall finns) och att AktieTorget bedömer att det finns goda framtidsmöjligheter för företaget (AktieTorget, 2016).

3.4 Konjunkturutveckling under studiens undersökningsperiod

Henric Falkenberg är tydlig med att konjunkturläget och antalet börsintroduktioner går hand i hand. Han menar att högkonjunkturen avspeglar sig i en god marknadstro vilket innebär ökad aktivitet på aktiemarknaden. Nedanstående diagram (3.1) illustrerar studiens valda referensindex, Nasdaq OMX 30 Gross Index, och dess utveckling från 2015 fram till idag. Diagram 3.2 visar antalet noteringar genomförda under undersökningsperioden 2005-2013. Diagrammet illustrerar de undersökta marknadsplatserna Nasdaq, First North, NGM och AktieTorget samt det totala antalet noteringar på samtliga svenska marknadsplatser för värdepappershandel. I diagrammen kan konjunktursvängningar tydligt avläsas. Högkonjunkturen under 2007 kan ses genom en markant uppgång i antal noteringar samt i indexets marknadsvärde. Även den efterkommande finanskrisen under 2008-2009 visas genom ett kraftigt fall i antalet noteringar och ett nedåtgående index. Efter finanskrisen började ekonomin repa sig fram till mitten av 2011 då bland annat Eurokrisen briserade och USA:s kreditbetyg sänktes av S&P. Detta sände starka negativa signaler och bidrog till kursfall i stora delar av världen. Under 2013 började ekonomin sakta men säkert röra sig uppåt igen (Ekonomifakta, 2016).

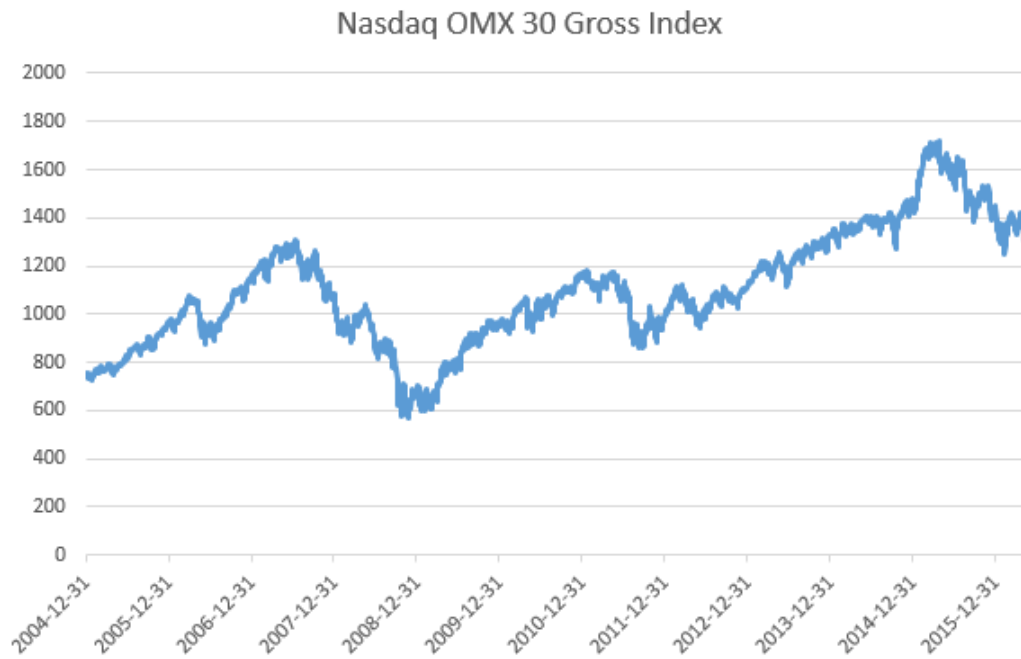


Diagram 3.1 Nasdaq OMX 30 Gross Index utveckling 2005-2016

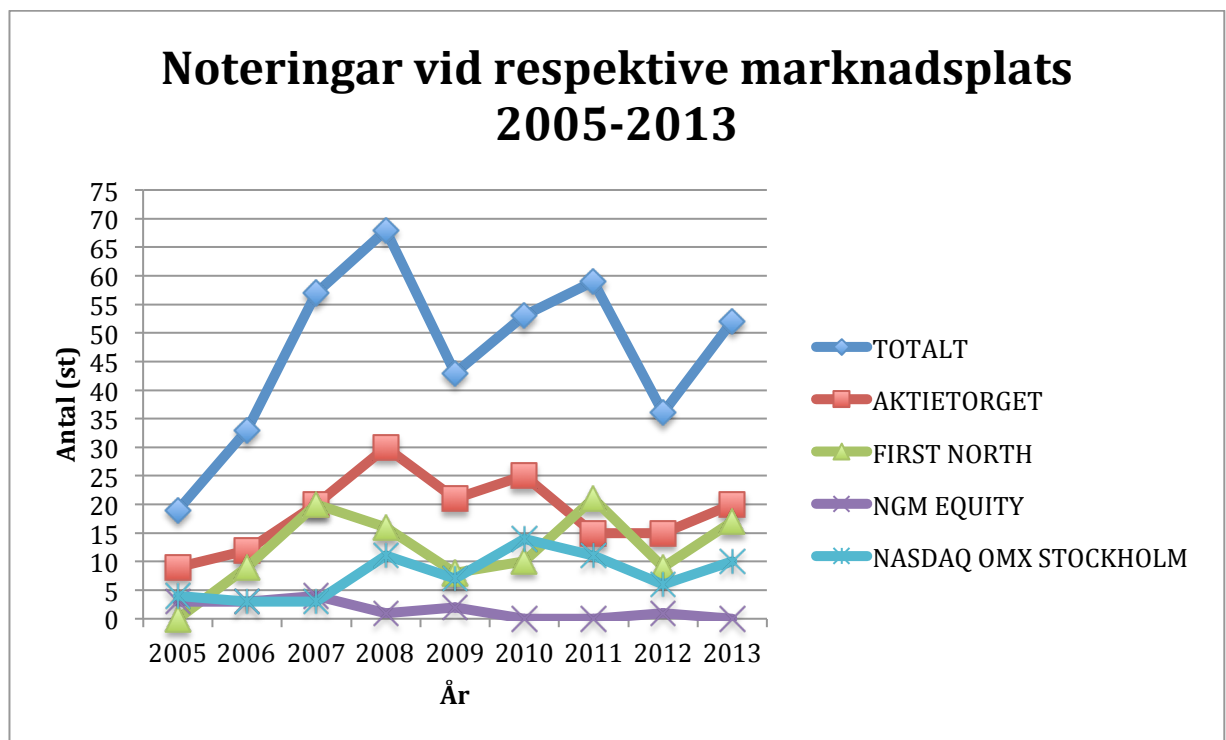


Diagram 3.2 Antal noteringar under studiens undersökningsperiod

4. Teoretisk referensram

I detta kapitel presenteras relevanta teorier och forskning som tidigare introducerats och genomförts i ämnet. Med hjälp av den teoretiska referensramen kommer det vara möjligt att förklara och analysera empiriska data för att till sist komma fram till en relevant slutsats.

4.1 Allmän teori

4.1.1 Informationsasymmetri

En av de första som beskrev informationsasymmetri på en marknad var George A. Akerlof (1970). Han menade att en köpare av en begagnad bil endast skulle kunna vara beredd att betala en lika gammal begagnad bils genomsnittliga pris eftersom köparen inte kan veta hur säljaren har behandlat bilen tidigare. Om säljaren tagit väl hand om sin bil eller kört vårdslöst med den, vet bara säljaren. Därför kommer köparen inte vara villig att betala mer än för en bil i genomsnittligt skick, oavsett bilens egentliga kvalitet. Köparen har alltså inte tillräckligt med information för att särskilja de bra bilarna ("peaches") från de dåliga bilarna ("lemons").

Att företag ska vara genomsnittligt värderade på grund av asymmetrisk information är något som bland andra Leland & Pyle (1977) tar upp.

Inom finansområdet grundar sig de teorier som söker förklaring till fenomenet underprissättning vid börsintroduktioner i asymmetrisk informationsteori mellan företaget, fondkommissionären och investerarna vid en börsintroduktion. Rock (1986) kallar denna asymmetri för "naturlig" och talar om att underprissättningen används för att locka till sig oinformerade investerare. Eftersom företagen inte kan förväntas avslöja all information till marknaden uppstår en informationsasymmetri, då företaget har ett informationsövertag i förhållande till andra aktörer. Detta innebär att företaget är bäst lämpade att värdera sig själva till ett rättvisande pris. Andra marknadsaktörer såsom fondkommissionärer och investerare får till bästa förmåga utvärdera företaget och skapa sin egen uppfattning om vad företaget är värt. Enligt Ritter och Welch (2002) kan de fall då företaget har mer information än investerarna leda till att investerarna hamnar i ett så kallat "lemons problem". Detta innebär att investerarna inte vet hur mycket företaget är värt och då antar att det i snitt är värt "medel". En

nedåtgående pris-spiral skapas som i sin tur innebär att investerarna bara kommer vara benägna att betala ”medel” för aktierna.

Flertalet företag väljer ändå att børsintroduceras fastän det finns risk för att värderas för lågt. Trots försök att signalera kvalitet till marknaden förekommer det att företag tvingas sälja sina aktier till underpris och det är då underprissättning inträffar. Graden av informationsasymmetri anses ha ett positivt samband med graden av underprissättning vilket betyder att ju lägre grad av informationsasymmetri det föreligger, desto lägre grad av underprissättning (Ritter & Welch, 2002). Underprissättning kan även ske när det är informationsasymmetri åt andra hållet, det vill säga att investerarna har mer information än företaget. I det här fallet kanske företaget sätter fel pris i förhållande till marknads efterfrågan vilket då leder till under- eller överprissättning (Ritter & Welch, 2002)

Enligt Robert J. Shillers undersökning (1990) om varför investerare väljer att investera i vissa specifika børsintroduktioner svarade 57% att de var mer benägna att köpa aktier i en børsintroduktion om det var en specifik investmentbank som tecknade børsintroduktionen. På grund av detta menar Shiller att det även förekommer informationsasymmetri mellan fondkommissionärer och investerare. Genom att fondkommissionärerna sätter en låg teckningskurs som ger en hög förstadagsavkastning får dessa fondkommissionärer enligt Shiller ett gott rykte. Det goda ryktet kommer i framtiden leda till fler børsintroduktioner för dessa fondkommissionärer och förmodligen en högre efterfrågan för just dessa børsintroduktioner.

4.1.2 Behaviorist Theory

Enligt ”Behaviorist Theory” ligger beteendet hos marknads aktörer till grund för underprestation av aktier efter genomförd børsintroduktion. Detta på grund av att marknaden emellanåt gör bristfälliga bedömningar av överoptimism, vilket benämns ”Pseudo Market Timing”. Överoptimismen orsakar att nyintroduktioner erbjuds till för höga priser i förhållande till dess verkliga värde. I sinom tid kommer marknaden underfund med den felaktiga prissättningen och konsekvensen blir att marknaden pressar ner priserna. Detta fenomen antyder att de felaktigt prissatta aktierna kommer justeras och därmed underprestera jämfört med marknaden (Schultz, 2003).

Ljungqvist & Wilhelm (2003) redogör för en modell som skulle kunna förklara de observerade tendenserna hos den empiriska data. Författarna förenar

tankar och teorier gällande underprissättning, avkastning på längre sikt och tidsintervaller med så kallat "irrationellt sprudlande investerare". De föreslår att informationskaskader, i form av ett flockbeteende hos investerare, kan ha verkan på en långsiktig underutveckling av nyintroducerade aktier. Med andra ord, syftar Ljungqvist et al. på att ett flockbeteende hos investerare vid en börsintroduktion kan resultera i avkastningar som inte motsvarar det verkliga värdet hos företaget. Emellertid, med en längre tidshorisont i åtanke, antas aktiekursen konvergera mot sitt verkliga värde.

4.1.3 Förväntningsteori

Denna teori grundar sig precis som "Behaviorist Theory" på beteendekonometri. Förväntningsteorin menar att det finns meningsskiljaktigheter mellan investerare. Investerares pessimistiska alternativt optimistiska värderingar kommer avspegla sig i varierande förväntningar och således olika priser som de är villiga att betala på aktiemarknaden. På längre sikt kommer, enligt teorin, skillnaderna i förväntningarna hos investerarna att minska, vilket resulterar i att aktiekursen avspeglar företagets korrekta värde (Ritter, 1998).

4.2 Tidigare forskning med relevans för studien

4.2.1 Börsklimat

Antalet börsintroduktioner varierar från år till år beroende på ett antal olika variabler. En betydande faktor för antalet börsintroduktioner är det rådande börsklimatet. En studie av Eugene F. Fama och Kenneth R. French (2004) undersökte egenskaper hos nyintroducerade företag i USA mellan 1973 och 2001, och hur dessa egenskaper påverkade bolagets prestation efter noteringen. Fama och French har i studien funnit ett samband mellan utbud av riskkapital och andelen börsintroduktioner. Detta eftersom aktiemarknaden är cyklisk och det finns en tendens att fler företag noteras när det råder ett positivt börsklimat. När det råder ett positivt börsklimat är investerares benägenhet att skjuta till kapital i en börsnotering större, utbudet av riskkapital är alltså högre vid ett positivt börsklimat. Enligt Fama och French borde detta egentligen betyda att andelen lyckade börsnoteringar borde vara fler när börsen går bra och färre när börsen går dåligt. Studien visar dock att andelen lyckade börsintroduktioner är relativt oberoende av tillgången på riskkapital. En anledning till

detta kan vara att vid ett positivt börs klimat med hög tillgång på riskkapital lockas även svagare bolag att börsnoteras och dessa har inte lika stor chans till en lyckad börsintroduktion. Studien påvisar också att investerare ofta har för optimistiska förväntningar på nyintroducerade företag, detta oavsett börs klimat (Fama & French, 2004).

4.2.2 Avkastning första handelsdagen

Jay R. Ritter genomförde 1998 en omfattande granskning av avkastningar som genererats efter första handelsdagen vid börsintroduktioner. Således uppmätte Ritter skillnaden mellan teckningspriset vid introduktion och aktiekursen vid stängning på första handelsdagen. Undersökningen visade att i 26 av 33 länder låg förstadagsavkastningen på över 10 procent. Ritter konkluderar dock efter vidare granskning att medianen oftast är nära noll trots att medelvärdet i flertalet fall fastställts vara starkt positivt (Ritter, 1998).

2002 utförde Ritter i samarbete med Welch en liknande studie, då 6249 börsintroduktioner verkställda 1980-2001 på den amerikanska marknaden undersöktes. Författarna fann att den genomsnittliga förstadagsavkastningen låg på 18,8 procent. Dock bör det beaktas att en stor spridning identifierades. 1984 var den genomsnittliga uppgången endast 3,6% och 1999 var den 71,7% (Ritter & Welch, 2002). Ljungqvist (2004) belyser även denna företeelse utanför USA. Hans studie påvisar att i 17 utav 19 undersökta europeiska länder uppmäts förstadagsavkastningar på över 10%. Liknande resultat fastställdes i Asien då avkastning på över 10% bekräftades i de 8 länder som totalt deltog i undersökningen.

4.2.3 Långsiktig kursutveckling för nyintroduktioner

Det har i flera årtionden diskuterats huruvida nyintroducerade företag på börsen presterar sämre på längre sikt jämfört med redan etablerade företag. Enligt Ritter (1991) presterade nyintroducerade företag i USA sämre än redan noterade företag. Han kom fram till att en investerare skulle tjäna \$0.83 på en börsintroduktion och \$1 på ett redan noterat företag över en treårsperiod från priser efter första handelsdagen. Flera liknande studier har konstaterat ett snarlikt resultat, däribland Ritter och Loughran (1995).

Ritter och Welch (2002) konstaterade att medelavkastningen för nyintroducerade bolag efter tre år uppgick till -23,4 procent efter korrigering för marknadsindex. Detta trots att förstadagsavkastningen i genomsnitt uppvisade 18,8

procent. Likväl genomförde Schuster (2003) en studie av nyintroduktioner med utgångspunkt i den långsiktiga aktieutvecklingen gällande åren 1988-1998. Schuster konstaterar efter en jämförelsestudie med Affärsvärldens generalindex (AFGX), som mäter den genomsnittliga aktiekursutvecklingen för totala antalet aktier på Nasdaq OMX Stockholm, att det på lång sikt, tre år, gick sämre för nyintroducerade bolag i förhållande till index. Den genomsnittliga avkastningen för de nyintroducerade svenska företagen uppmättes till 72,9 procent i jämförelse med AFGXs 80,2 procent under samma period (Ritter & Welch, 2002).

4.2.4 Företagets ålder

David T. Clark genomförde 2002 en studie som undersöker sambandet mellan åldern på företaget vid börsintroduktionen och bolagets prestation efter börsintroduktionen på tre års sikt. Studien omfattade 1234 företag som börsintroducerades på den amerikanska börsen mellan 1991 och 1997. Medelåldern på ett företag som börsintroducerades under 1990 var det lägsta sedan första världskriget med en genomsnittsålder på 10 år. Det yngsta företaget i studien var en månad gammalt vid introduktionen medan det äldsta var 96 år. I sin studie kommer Clark fram till att det finns ett statistiskt signifikant positivt samband mellan ålder vid introduktionen och prestationen efter introduktionen. Studien visar att företag som var yngre än ett år hade en negativ avkastning på -56% jämfört med marknaden samt att företag generellt erhåller bättre avkastning ju äldre de är. Denna positiva korrelation stämde för samtliga branscher förutom för högteknologiska företag där det var en negativ korrelation mellan ålder och prestation. Andra tidigare studier har kommit fram till att företag som är äldre än 20 år har en positiv korrelation mellan ålder och prestation (Clark, 2002).

4.2.5 Branschtillhörighet

Jay R. Ritter har i sin studie från 1991 studerat företags prestation på lång sikt, tre år, efter en börsintroduktion. De företag som börsintroducerades mellan 1975 och 1984 underpresterade väsentligen sämre än liknande redan noterade företag tre år efter introduktionen. Det existerar även en väsentlig skillnad på underprestationen mellan olika branscher. Enligt Ritters studie presterade finansiella institutioner bäst på lång sikt, med en genomsnittlig avkastning på +128,2%, att jämföra med liknande företag som hade en genomsnittlig avkastning på +59,2%. Bolag inom Olja och gas

underpresterade mest jämfört med marknaden med en negativ avkastning på -43,3%. Ritter jämförde 14 olika branscher och kom fram till att i alla fall utom tre (Finansiella institutioner, Läkemedel och Flygbolag) underpresterade de börsnoterade företagen på lång sikt i jämförelse med redan noterade företag (Ritter, 1991).

Josef Anton Schuster (2003) har i sin studie av europeiska börsintroduktioner delat upp de olika företagen i två olika grupper utifrån branschtillhörighet: New Economy och Old Economy. Till New Economy hörde branscherna: teknologi, telekom, media och hälsovård. Resten av branscherna tillhörde Old Economy. Ett av de europeiska länderna som undersöktes var Sverige där undersökningen avsåg 148 börsintroduktioner mellan åren 1988-1998. En utmärkande sak för den svenska undersökningen jämfört med resterande länder är att 37% av introduktionerna tillhörde en bransch inom New Economy, vilket är en hög siffra i förhållande till andra europeiska länder i studien. Schuster undersökte i sin studie den långsiktiga avkastningen för börsintroduktioner där han med långsiktig menar avkastningen tre år efter börsintroduktionen. För den svenska marknaden hade New Economy en genomsnittlig kortsiktig avkastning på +26,3% och en långsiktig avkastning på +152,1% medan Old Economy visade en genomsnittlig kortsiktig avkastning på +13,8% och en långsiktig avkastning på +38,5 % (Schuster, 2003).

En investerares tidsperspektiv på nyintroduktioner - En studie om placeringshorisont på svenska marknadsplatser

Författare: Fredrika Bengtsson, Victor Billing, Lovisa Falkenberg, Ludwig Övald-Appelblad

| Artikelförfattare | Artikeltitel | Publicerat av; utgivningsår | Tidsperiod (årtal) | Marknad; Urval | Syfte | Slutsats |
|------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|------------------------------------------|----------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Eugene F. Fama & Kenneth R. French | New Lists: Fundamentals and Survival Rates | Journal of Financial Economics; 2004 | 1973-2001 | USA | Undersöka utbud och efterfrågan på aktiekapitalfinansiering och IPOs | Försämrad överlevnad på aktiemarknaden till följd av förändringar av nya aktielistor" |
| Jay R. Ritter | Initial Public Offerings | Contemporary Finance Digest; 1998 | 1960-1986 | 33 länder | Undersöka börsintroduktioner internationellt | i) IPO:s underprissats, ii) Cykler i volym och graden av underpris, iii) långsiktig underprestation |
| Jay R. Ritter & Ivo Welch | A Review of IPO Activity: Pricing and Allocations | The Journal of Finance; 2002 | 1980-2001 | USA; börsintroduktioner | Varför företag blir publika, varför de underprissats och långsiktig prestation | På lång sikt upprisade IPOs genomtittlig positiv avkastning. Marknadsportfölj betydligt bättre dock. |
| Alexander P. Ljungqvist | PPO Underpricing | Handbooks in Finance: Empirical Corporate Finance; 2004 | 1990-2001 i Asien och 1990-2003 i Europa | 19 länder och 8 asiatiska länder | Underprissättning i Asien och Europa | I de flesta fall cirka 10% underprissättning vid börsnoteringar |
| Jay R. Ritter | The Long-Run Performance of Initial Public Offerings | The Journal of Finance; 1991 | 1975-1984 | USA; börsintroduktioner | Långsiktig prestation av amerikanska börsintroduktioner | På tre års sikt, en underprestation av IPOs. \$0.83 kvar i jämförelse med \$1 om investerat i liknande redan listade bolag. |
| Jay R. Ritter & Tim Loughran | The New Issues Puzzle | The Journal of Finance; 1995 | 1970-1990 | USA | Långsiktig prestation av både IPO och SEO (seasoned equity offering) | Dålig långsiktig prestation |
| Josef A. Schuster | IPOs: Insights from Seven European Countries | London School of Economics; 2003 | 1988-1998 | 7 europeiska länder | Undersöka prestationen av europeiska börsintroduktioner, delvis utefter bransch | Blandad långsiktig prestation. Small- och mid-cap presterade överlag bättre |
| David T. Clark | A study of the Relationship Between Firm Age-at-IPO and Aftermarket Stock Performance | Financial Markets, Institutions and Instruments; 2002 | 1991-1997 | USA; 1234 företag | Hur företagens ålder påverkar vid en börsintroduktion | Kvintil 2/5 samt 5/5 (de äldsta) presterade bäst på tre års sikt. Dock stor underprestation överlag med ca 30-55%. |

Matris 4.1 över tidigare forskning

5. Empiri

Empiridelen ämnar presentera den kvantitativa och kvalitativa data som studien har resulterat i. Först presenteras resultat för hur alla bolag har presterat. Därefter delas resultatet upp i marknadsplatser, branschtillhörighet och ålder vid introduktionen. Samma uppdelning görs vid den kvalitativa delen.

5.1 Kvantitativ data

Denna studie har lagt fokus på att identifiera huruvida val av marknadsplats, branschtillhörighet och ålder på företaget vid notering kan påverka en investerares placeringshorisont med avsikt att erhålla maximal avkastning. Studien undersöker aktiekursutvecklingen för berörda företag under en åttaårsperiod med mätpunkterna en dag, en månad, sex månader, ett år och tre år. Förstadagsavkastningen har uppmätts genom skillnaden mellan teckningskurs och stängningskurs efter första handelsdagen. Avkastningen för resterande mätpunkter har beräknats utifrån teckningskursen och därefter satts i relation till Nasdaq OMX 30 Gross Index.

Nedan visas hur alla de observerade bolagen har presterat indelat efter de valda parametrarna. Den genomsnittliga över- eller underavkastningen i förhållande till OMX30GI redovisas för de valda mätpunkterna.

| Över-/underavkastning | 1 dag | 30 dagar | 6 månader | 1 år | 3 år |
|-----------------------|--------------|--------------|-----------|---------------|---------------|
| Nasdaq OMX Stockholm | -0,52 | -4,43 | 5,42 | 12,97 | 0,67 |
| NGM Equity | -6,25 | -14,08 | 1,72 | -41,85 | -57,79 |
| First North | 5,88 | -6,15 | 4,18 | -19,79 | -3,01 |
| Aktietorget | 17,24 | 3,7 | -7,32 | -10,14 | -20,19 |
| | | | | | |
| New Economy | 15,19 | -3,64 | -8,72 | -14,52 | 6,33 |
| Old Economy | 7,27 | 1,46 | 2,85 | -8,76 | -32,57 |
| | | | | | |
| 0-5 år | 18,76 | -2,33 | 1,07 | -8,83 | -31,11 |
| 6-10 år | -3,73 | 7,6 | -12,75 | -21,73 | -10,62 |
| 11-15 år | -0,35 | -4,16 | 3,41 | -10,69 | 24,76 |
| 16+ år | 19,36 | -6,5 | -3,15 | -2,42 | -7,77 |

Tabell 5.1 Sammanställning av genomsnittlig över- och underavkastning, kombinerat med uppmätta signifikanser(Fet stil).

I tabell 5.1 ovan har de genomsnittliga avkastningarna i förhållande till index sammanställts. De fetstilta över- eller underavkastningarna visar en statistisk signifikans. I bilaga 4 finns mer detaljer gällande en-, två-, och trestjärniga signifikansnivåer. Vidare illustrerar tabell 5.2 en nedåtgående trend på sikt i den genomsnittliga avkastningen för samtliga bolag inkluderade i studien.

| | 1 dag | 30 dagar | 6 månader | 1 år | 3 år |
|---------------------------------|--------|----------|-----------|---------|---------|
| Genomsnittlig avkastning | 10,01% | -0,81% | -2,29% | -11,32% | -15,28% |
| P-värde | 0,01 | 0,83 | 0,74 | 0,1 | 0,11 |
| Signifikans | * | i.s | i.s | i.s | i.s |

Tabell 5.2 Genomsnittlig avkastning för samtliga nyintroduktioner samt p-värde från utförd t-test på alla bolag.

5.1.1 Marknadsplats

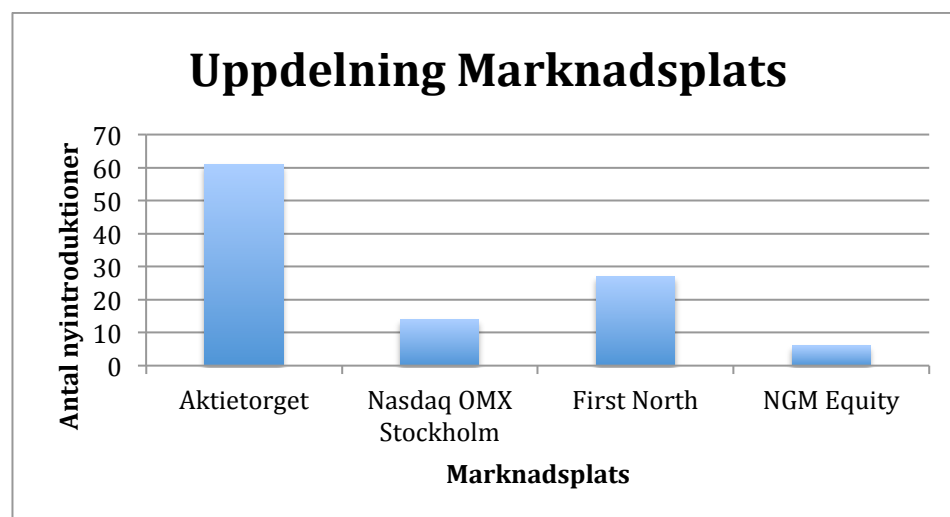


Diagram 5.1 Uppdelning av börsintroduktionerna efter handelsplats.

Av alla bolag som klarade urvalskraven, har de utifrån deras marknadsplats haft fördelningen enligt ovan. Det kan utläsas i diagram 5.1 att en överväldigande majoritet introducerats på Aktietorget. 61 av de 108 introduktionerna genomfördes på Aktietorget, 27 på First North, 14 på Nasdaq OMX Stockholm och 6 stycken på NGM Equity. Uppdelat efter marknadsplats, vill studien kunna jämföra och studera aktiekursutvecklingen utefter tidigare nämnda tidshorisonter, vilket kan tydas ur diagram 5.3 nedan.

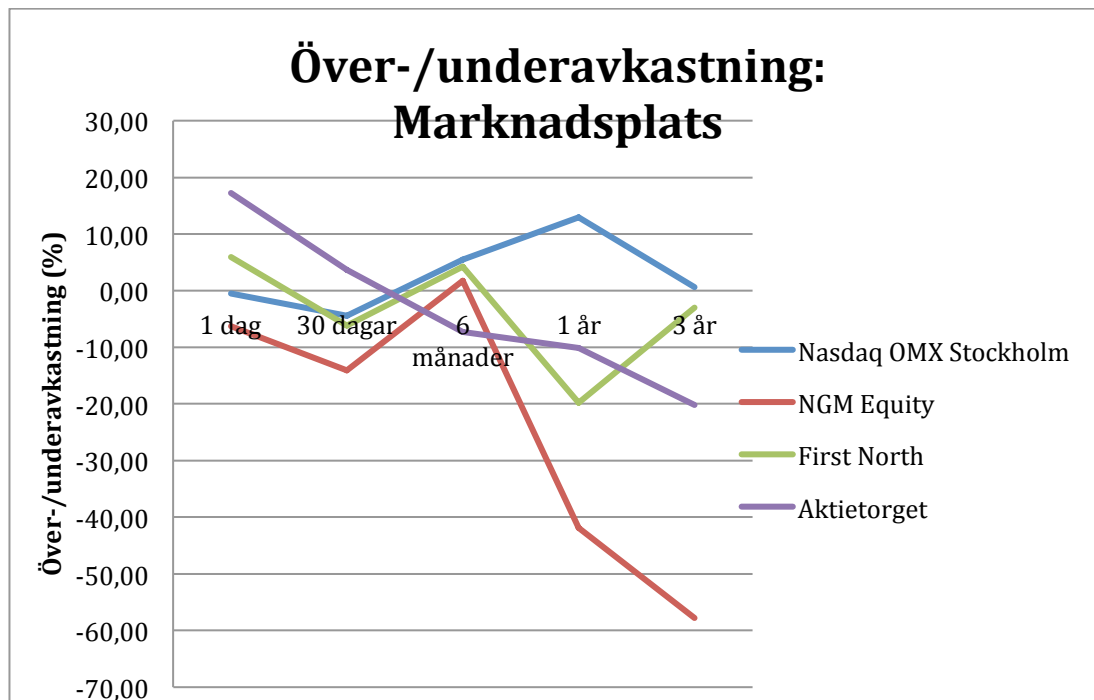


Diagram 5.2 Över- och/eller underavkastning uppdelat efter marknadsplats.

| Genomsnittlig över-/underavkastning i % | 1 Dag | 30 Dagar | 6 Månader | 1 År | 3 År |
|-----------------------------------------|--------------|--------------|-----------|---------------|--------|
| Nasdaq OMX Stockholm | -0,52 | -4,43 | 5,42 | 12,97 | 0,67 |
| Standardavvikelse | 8,88 | 6,02 | 26,87 | 33,26 | 50,17 |
| NGM Equity | -6,25 | -14,08 | 1,72 | -41,85 | -57,79 |
| Standardavvikelse | 27,8 | 35,7 | 106,62 | 121,61 | 69,43 |
| First North | 5,88 | -6,15 | 4,18 | -19,79 | -3,01 |
| Standardavvikelse | 18,82 | 18,14 | 73,07 | 36,35 | 106,29 |
| Aktietorget | 17,24 | 3,7 | -7,32 | -10,14 | -20,19 |
| Standardavvikelse | 48,51 | 47,98 | 76,41 | 81,19 | 107,74 |

Tabell 5.3 Genomsnittlig över- och/eller underavkastning samt standardavvikelse uppdelat efter marknadsplats, kombinerat med uppmätta signifikanser (Fet stil).

Tabell 5.3 visar att Nasdaq OMX Stockholm har signifikanta skillnader endast uppmätts på 30 dagars sikt. Där har dessa bolag presterat signifikant sämre. Nollhypotesen kan inte förkastas för de övriga tidpunkterna. Både på den kortaste och allra längsta sikten ligger Nasdaq OMX Stockholm nära jämförelseindex och har genomgående en lägre volatilitet än de andra marknadsplatserna.

På NGM Equity har ingen signifikans uppmätts. Det ska dock noteras att det endast var sex stycken bolag som klarade av urvalsprocessen som noterades på NGM Equity under den undersökta perioden.

First North uppvisar en signifikant skillnad mot index på ett års sikt. På denna mätpunkt går det att säkerställa att First North presterat sämre än jämförelseindex. Nollhypotesen kan dock inte förkastas vid de andra tidpunkterna. Av de undersökta marknadsplatserna var First North näst bäst på första dagen och trots en ganska volatil resa, var det genomsnittliga resultatet inte särskilt långt från jämförelseindexet.

Aktietorget har endast en signifikant skillnad mot index vid första dagen. Det är dessutom den enda marknadsplatsen där förstadagsavkastningen uppvisar någon signifikans. Däremot kan inte nollhypotesen förkastas för de andra mätpunkterna. Något som väcker intresse är att Aktietorgets börsintroduktioner presterat överlägset bäst jämfört med de andra marknadsplatserna på första dagen. En annan intressant beaktning är att i takt med att tiden går börjar dessa bolag att underprestera mer och mer.

5.1.2 Branschtillhörighet

Som nämnts i kapitel 2.2.2.4 har studien för att underlätta mätningen delat in företagen utefter Schusters indelning i Old och New Economy. I diagram 5.3 visas antalet företag som delats in i varje branschkategori.

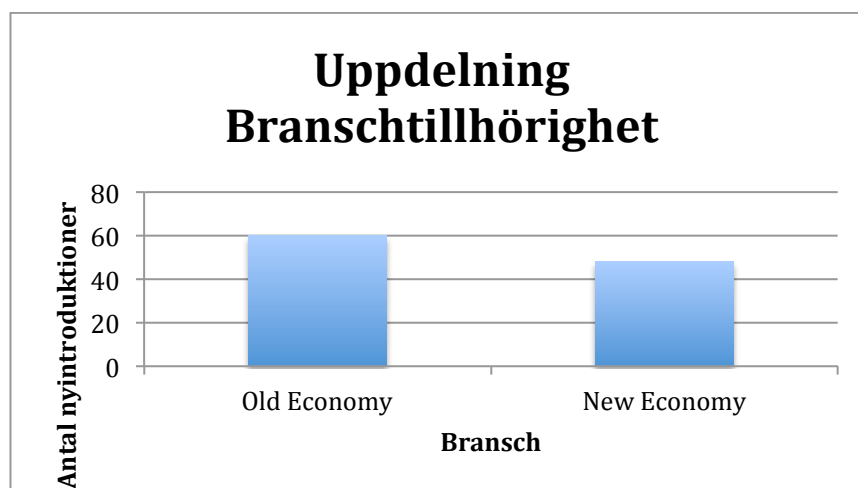


Diagram 5.3 Uppdelning av börsnoteringar efter branschtillhörighet.

Uppdelningen i Old och New Economy ledde till en relativt jämn fördelning dem emellan. 60 bolag klassades som Old Economy och 48 som New Economy enligt Schusters kriterier. Nedan illustreras uppdelning efter branschtillhörighet samt undergrupper för att tydliggöra dominant branschsegment.

| Bransch | Antal Företag |
|-------------------|---------------|
| Old Economy | 60 |
| Consumer Goods | 8 |
| Consumer Services | 14 |
| Financials | 5 |
| Industrials | 19 |
| Materials | 10 |
| Oil & Gas | 2 |
| Utilities | 2 |
| New Economy | 48 |
| Healthcare | 22 |
| Technology | 22 |
| Telecom | 4 |

Tabell 5.4 Uppdelning av företag efter branschtillhörighet och undergrupper.

Diagram 5.4 belyser aktiekursutvecklingen på sikt över de bolag som är klassificerade som New Economy och Old Economy.

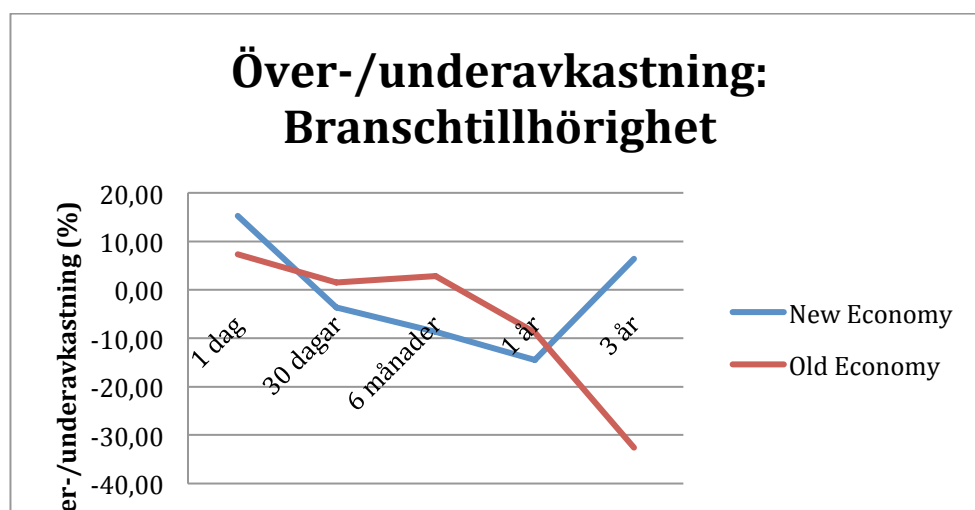


Diagram 5.4 Över- och/eller underavkastning uppdelat efter branschtillhörighet.

| Genomsnittlig över-/underavkastning i % | 1 Dag | 30 Dagar | 6 Månader | 1 År | 3 År |
|-----------------------------------------|--------------|----------|-----------|--------|---------------|
| New Economy | 15,19 | -3,64 | -8,72 | -14,52 | 6,33 |
| Standardavvikelse | 49,98 | 42,56 | 73,75 | 79,35 | 115,55 |
| Old Economy | 7,27 | 1,46 | 2,85 | -8,76 | -32,57 |
| Standardavvikelse | 26,98 | 34,68 | 71,27 | 63,41 | 82,24 |

Tabell 5.5 Genomsnittlig över- och/eller underavkastning samt standardavvikelse uppdelat efter bransch, kombinerat med uppmätta signifikanser (Fet stil).

En investerares tidsperspektiv på nyintroduktioner - En studie om placeringshorisont på svenska marknadsplatser

Författare: Fredrika Bengtsson, Victor Billing, Lovisa Falkenberg, Ludwig Övald-Appelblad

Både New och Old Economy uppvisar en hög avkastning på första handelsdagen som därutöver är signifikant. Värt att notera är att Old Economy har underpresterat ganska markant på längre sikt och att denna prestation är statistiskt signifikant. I övriga fall kan nollhypotesen inte förkastas. New Economy-bolagen var överlag mer volatila i genomsnitt än de som klassades som Old Economy.

5.1.3 Företagets ålder vid introduktion

Gällande åldersfördelningen syns i diagram 5.5 en klar skillnad då nästan hälften består av bolag som var 0-5 år vid börsintroduktionen.

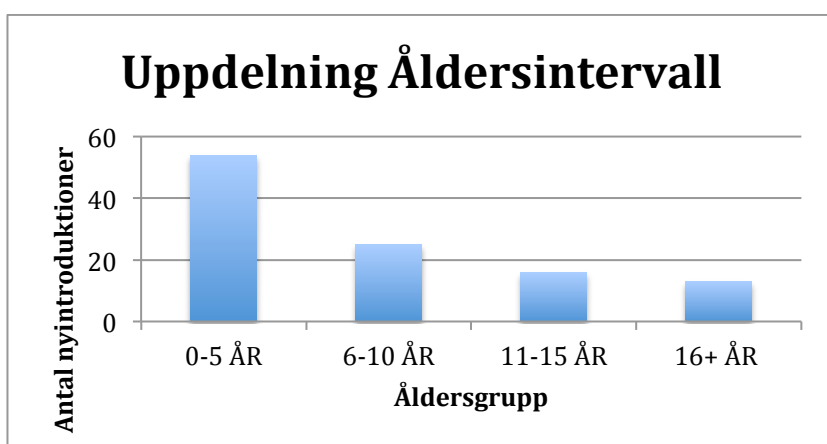


Diagram 5.5 Uppdelning av börsintroduktionerna efter ålder vid notering.

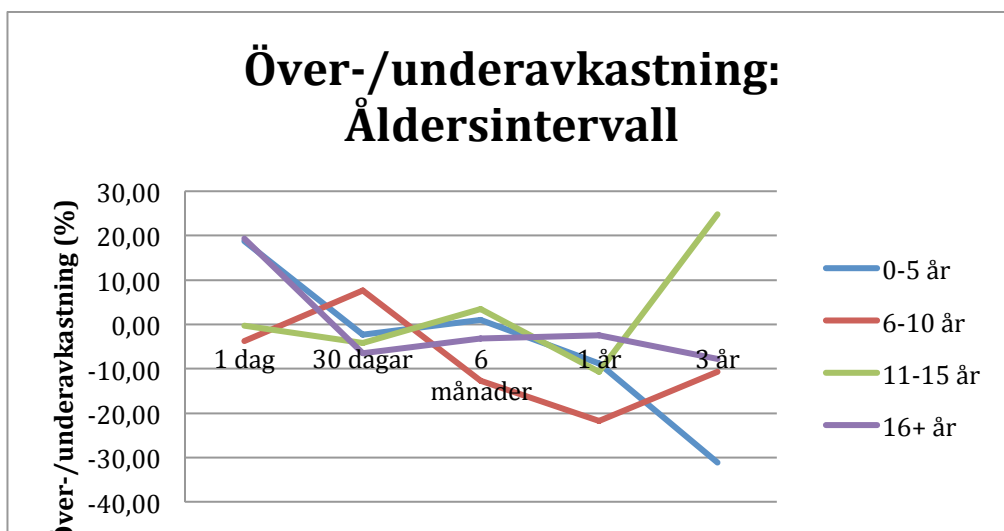


Diagram 5.6 Över- och/eller underavkastning uppdelat efter ålder vid notering.

| Genomsnittlig över-/underavkastning (%) | 1 Dag | 30 Dagar | 6 Månader | 1 År | 3 År |
|-----------------------------------------|--------------|-------------|-----------|--------|---------------|
| 0-5 år | 18,76 | -2,33 | 1,07 | -8,83 | -31,11 |
| Standardavvikelse | 44,4 | 37,18 | 87,36 | 80,31 | 84 |
| 6-10 år | -3,73 | 7,6 | -12,75 | -21,73 | -10,62 |
| Standardavvikelse | 25,77 | 55,89 | 55,46 | 74,72 | 119,01 |
| 11-15 år | -0,35 | -4,16 | 3,41 | -10,69 | 24,76 |
| Standardavvikelse | 21,73 | 17,86 | 67,09 | 53,56 | 137,47 |
| 16+ år | 19,36 | -6,5 | -3,15 | -2,42 | -7,77 |
| Standardavvikelse | 43,65 | 10,86 | 27,78 | 30,44 | 49,29 |

Tabell 5.6 Genomsnittlig över- och/eller underavkastning samt standardavvikelse uppdelat efter ålder, kombinerat med uppmätta signifikanser, (Fet stil).

I tabell 5.6 samt diagram 5.6 har kategorierna med de yngsta och allra äldsta företagen utmärkt sig och visar på en stor överprestation på första dagen. På längre sikt har de yngre företagen dock uppvisat en klar underprestation. Även om företagen äldre än 16 år på tre års sikt har underpresterat och åldersintervallet 11-15 överpresterat ganska markant ser vi att de i kategorin 16+ har en betydligt lägre standardavvikelse. Sett till åldersintervallen har få statistiska signifikanser uppmätts. Endast på första dagen och på tre års sikt för företagen som var 0-5 år och efter 30 dagar för företagen äldre än 16 år uppmättes signifikans.

5.2 Kvalitativ data

Kvalitativ data har insamlats genom intervjuer med relevanta respondenter som besitter kunskap om aktiemarknaden samt börsintroduktioner. Intervjuerna har genomförts med Tor Wikman på Mangold Fondkommission, Albin Rännar på Aktiespararna och Henric Falkenberg på Carnegie. Den kvalitativa data presenteras utefter de tre undersökningsvariablerna; marknadsplats, branschtillhörighet och företagets ålder vid introduktion. Vidare hur dessa parametrar relaterar till en investerares val av investering samt placeringshorisont.

5.2.1 Trender och framtidsutsikter för svenska nyintroduktioner

Alla intervjuobjekt är överens om att 2015 var ett storslaget år för börsintroduktioner men att 2016 troligtvis inte kommer överträffa föregående år. Wikman (2016) menar att en stark tro på ökad omvärldstillväxt låg till grund för den ökade aktiviteten på aktiemarknaden. Detta i kombination med det rådande ränteläget har gett goda förutsättningar för företag som vill tas upp till publik handel. På grund av att

omvärldstillväxten inte har nått upp till förväntade nivåer har även den svenska aktiemarknaden påverkats då den stagnerade i början av 2016. Stagnationen på aktiemarknaden har även haft konsekvenser för antalet nyintroduktioner. Ett märkbart exempel på detta är att Carnegie, en av Sveriges största investmentbanker som även gjorde flest börsintroduktioner år 2015, som föregående år genomförde 15 börsintroduktioner men enligt Falkenberg endast kommer genomföra cirka 10-12 stycken under 2016. Aktiespararnas marknadsbevakare, Albin Rännar, menar dock att 2016 kommer bli ett förhållandevis bra år då de nya marknaderna i kombination med den ökade digitaliseringen leder till en lättare och billigare noteringsprocess för företagen.

År 2014 och 2015 präglades av gynnsamma förhållanden, bra aktieklimat med höga aktiekurser samt låga räntor, vilket resulterade i ett ökat antal börsintroduktioner. Orsaken till ökningen kan förklaras av flertalet olika faktorer, bland annat det flockbeteende som präglar finansmarknaden. Ett exempel på detta flockbeteende som Falkenberg iakttar är hur företag lockas till börsen då liknande bolag noteras till en relativt hög teckningskurs samt erhåller en god aktiekursutveckling. Falkenberg (2016) poängterar även att riskkapitalister anammar detta beteende. Likaså Rännar delar Falkenbergs resonemang.

En märkbar trend vid börsintroduktioner är hur fenomenet underprissättning har satts i system. Wikman (2016) menar att förstadagsavkastningen på nyintroducerade företag är allt mer viktigt då det har blivit en självklarhet för marknadens aktörer. Vidare påstår Wikman (2016) att denna uppgång erhåller ett signalvärde, även kallat momentum, om aktiens fortsatta utveckling. Rännar (2016) motsätter sig Wikmans positiva inställning till underprisättning av nyintroducerade aktier och menar att den teckningskurs som bestäms ska vara det korrekta priset och motsvara ett företags verkliga värde. Därutöver tycker Rännar (2016) att marknaden har blivit bortskämd med hög förstadagsavkastning och argumenterar för att den genomsnittliga aktien har en förväntad avkastning på ca +5% per år vilket borde innebära att en daglig avkastning skulle vara +0,02%. På grund av osäkerheten som förekommer då relativt okända bolag ska tas upp till handel anser Wikman (2016) att en akties underprissättning kan jämföras med en IPO-rabatt för att attrahera nya aktieägare och motverka osäkerheten. Även Falkenberg (2016) poängterar att vid prissättning av en börsintroduktion är det av största vikt att se till värdet på liknande

bolag inom samma bransch och sedan prissätta det nyintroducerade bolaget till samma värde men med en IPO-rabatt på ca 5-10%. Det föreligger alltså meningsskiljaktigheter mellan Rännar, Wikman och Falkenberg angående trenden underprissättning av nyintroducerade aktier.

5.2.2 Marknadsplats

En marknadsplats främsta uppgift är att erhålla en mötesplats för de aktörer som har ett överskott av kapital och de som är i behov av det. Falkenberg (2016), Rännar (2016) och Wikman (2016) är överens om att det är positivt att det finns flertalet olika marknadsplatser som ställer olika krav. I och med att det finns konkurrens, det vill säga flertalet aktörer som erbjuder en mötesplats för aktiehandel, innebär detta att det finns något för alla i termer av företagsformer, stora som små i olika skeden, och även för investerare med olika preferenser. Med flera aktörer uppstår en priskonkurrens vilket möjliggör för mindre likvida bolag att även de bli publika. Dock poängterar Rännar (2016) att det är av stor vikt att investerare är medvetna om skillnaderna mellan de olika marknadsplatserna, då kraven och framförallt övervakningen ser olika ut på börser och handelsplattformar. Här uttrycker dock Wikman (2016) att trots riskerna på de mindre marknadsplatserna kan de listade företagen skapa god avkastning för dess investerare. Som belägg för detta hänvisar Wikman (2016) till AktieTorgets och First Norths index som har överavkastat sig i förhållande till Stockholmsbörsen. Rännar (2016) motsätter sig dock Wikmans belägg då han menar att AktieTorgets index kan vara missvisande då de inte inkluderar avnoteringar som oftast leder till konkurser.

Wikmans arbetsgivare, Mangold Fondkommission, vänder sig främst till små till medelstora bolag som listas på de svenska handelsplattformarna. Mangold anser utifrån ett rangordningsperspektiv av de svenska handelsplattformarna att First North generellt är det främsta alternativet gällande val av handelsplattform. Enligt Wikman (2016) beror detta på att First North ingår under Nasdaqs varumärke vilket ur investerarens synpunkt anses som en kvalitetsstämpel. Vidare påvisar även First North en bättre likviditet än resterande handelsplattformar och har krav på fler aktieägare vid notering än övriga plattformar. Falkenberg (2016) påpekar att Carnegie till skillnad från Mangold vänder sig till medelstora och stora bolag som redan är relativt etablerade. Därmed genomför Carnegie nästan uteslutande börsintroduktioner på Nasdaq. Falkenberg (2016) anser Nasdaq vara en säkrare marknadsplats än resterande

då de ställer högre krav på de noterade bolagen samt övervakar dem i större utsträckning. Utifrån investerarens perspektiv är det även en säkrare marknadsplats att vända sig till då graden av likviditet är förhållandevis högre än alternativa marknadsplatser. Vidare anser Falkenberg (2016) att Nasdaq är en marknadsplats för mer långsiktiga investerare i relation till övriga svenska marknadsplatser. Han beskriver det som "ju mindre börs, ju mindre bolag, desto kortare ägande-tid". Likaså Wikman (2016) delar Falkenbergs (2016) tes, ju kortare placeringshorisont en investerare har desto mindre sofistikerad lista bör man välja baserat på potentiella avkastningsmöjligheter. Wikman (2016) tillägger samtidigt att riskkomponenten självklart bör beaktas.

5.2.3 Branschtillhörighet

Både Wikman (2016) och Falkenberg (2016) är eniga om de trender gällande företag som nyintroduceras på svenska aktiemarknaden. Majoriteten av de senaste årens nyintroduktioner har varit fastighetsbolag och alternativa banker på de större marknadsplatserna. Vidare har digitaliseringstrenden avspeglat sig på vilka företag som tas upp till handel. Ett tydligt exempel på detta är den kraftiga ökningen av spelbolag och spelutvecklingsbolag som noterats senaste åren. Falkenberg (2016) poängterar även att majoriteten av just dessa spelrelaterade bolag har presterat mycket väl på börsen. Läkemedelsbolag som befinner sig i en tidig utvecklingsfas som är i behov av kapital tenderar att använda sig av handelsplatser som finansieringsform. Wikman (2016) påpekar dock att det är svårt att avgöra hur mycket ett företag är värt då majoriteten av de läkemedelsbolag som noteras inte har någon omsättning utan förlitar sig på att deras utvecklingsprojekt kommer generera intäkter i framtiden. Falkenberg (2016) instämmer med Wikman (2016) och benämner dessa företag som "förhoppningsbolag", då de inte har en färdigutvecklad produkt men som anses lovande och kräver ytterligare utveckling och prövning för att potentiellt tas till försäljning. "Förhoppningsbolag" finns inom alla branschsegment men framförallt inom teknik och läkemedel. Vidare menar Falkenberg (2016) att vid investering i "förhoppningsbolag" krävs en långsiktig placeringshorisont, dock garanterar detta ingen avkastning på insatt kapital då utvecklingsprojekt riskerar att misslyckas. Alla tre intervjuobjekt samtycker att bransch som enskild faktor inte kan avgöra huruvida ett investeringsalternativ är bra eller dåligt men det bör beaktas i kombination med

flertalet olika faktorer. Generellt menar Falkenberg (2016) att företag med en sund affärsmodell, goda finanser, ett bra kassaflöde, som ligger rätt i tiden och har framtiden framför sig kan ses som bra investeringsmöjligheter.

5.2.4 Företagets ålder vid introduktion

Ett företags ålder är nära sammankopplat med vilken marknadsplats de noteras på (Wikman, 2016). Unga företag har inte möjlighet att leva upp till de krav som ställs på börserna och därmed blir listning på handelsplattformar det enda alternativet då anskaffning av kapital krävs för en expansion. Yngre företag som inte är lika erkända av allmänheten är därför mer riskabla investeringsalternativ då de inte kan påvisa stabila räkenskaper samt starkt kassaflöde. Vid notering av äldre, mer etablerade företag med en längre historik gällande finansiella rapporter minskar informationsasymmetrin mellan marknadsaktörer vilket underlättar en bedömning av företags värde. Detta minskar även graden av underprissättning av teckningskursen i relation till aktiens första handelsdag (Falkenberg, 2016).

6. Analys

Här analyseras den insamlade data utifrån den tidigare forskning och de etablerade teorier som presenterats tidigare i studien. Uppdelningen är densamma som i föregående kapitel.

6.1 Disposition av analys

Analysen grundar sig på empirisk information som insamlats under studien och tar utgångspunkt i de tre undersökningsparametrarna; marknadsplats, branschtillhörighet samt företagets ålder vid introduktion och har uppdelats därefter.

6.2 Marknadsplats

Under tidsperioden 2005 till och med april 2013 uppgår den genomsnittliga underprissättningen för samtliga bolag noterade på de fyra marknadsplatserna; Nasdaq, NGM, AktieTorget och First North till +10%, se tabell 5.2. Enbart två av de fyra undersökta marknadsplatserna karaktäriseras av en genomsnittlig underprissättning efter första handelsdagen, vilket vidare illustreras i tabell 5.3. Företag som nyintroducerats på handelsplattformarna AktieTorget och First North uppvisar en underprissättning på +17,2% respektive +5,9%. Till skillnad från utvecklingen på handelsplattformarna karaktäriseras bolag som introducerats på de svenska börserna NGM och Nasdaq av en negativ initial avkastning på -6,3% respektive -0,5%. Med andra ord påvisar börserna en genomsnittlig överprissättning vid introduktionstillfället. Graden av genomsnittlig underprissättning är i linje med Jay R. Ritters amerikanska studie (1998), där förstadagsavkastningen i 26 av 33 undersökta länder observerades till över +10%, samt i Ljungqvists studie (2004) gällande Europa och Asien. I relation till Ritter och Welchs (2002) uppmätta -18,8% i genomsnittlig underprissättning i en studie av 6249 nynoterade amerikanska företag påvisar denna studie en relativt låg grad av underprissättning. Även på den svenska marknaden är fenomenet underprissättning ingen ovanlig förekomst. Tor Wikman (2016) menar i intervjun att fenomenet underprissättning har satts i system och förutsatts av marknadsaktörer, framförallt på de mindre handelsplatserna. Wikman (2016) anser att en akties underprissättning kan jämföras med en IPO-rabatt för att motverka osäkerhet på aktiemarknaden. Denna trend kan ses som en respons till den asymmetriska informationen som föreligger mellan företaget, fondkommissionären

och investerarna vid en börsintroduktion. De lägre ställda kraven på bolagen som introducerats på handelsplattformarna i förhållande till börserna gällande offentlighet och informationsspridning kan ligga till grund för den påvisade graden av underprissättning vid första handelsdagen. Att börserna ställer högre krav på företag som skall noteras gör följaktligen att informationsasymmetrin minskar och därmed graden av underprissättning, i enlighet med studiens resultat då varken NGM eller Nasdaq uppvisade någon underprissättning. Falkenberg (2016) och Wikmans (2016) tes om "ju mindre börs, ju mindre bolag, desto kortare ägandetid" går att applicera på resultaten, framförallt sett till förstadagsavkastningen. Av de bolag som studien undersökt är det tydligt att AktieTorget och dess noterade bolag endast har överpresterat på kort sikt.

I förhållande till Nasdaq OMX 30 Gross Index, ter sig de undersökta bolagen som introducerats på marknadsplatserna prestera negativ avkastning med undantag för Nasdaq på tre års sikt. På längre sikt kan man utläsa att AktieTorgets börsintroduktioner presterar sämre ju längre tid det går från introduktionsdagen, se tabell 5.3. Denna företeelse understöds av Schultz (2003) studie om "Pseudo Market Timing". Majoriteten av bolagen som noteras på AktieTorget är så kallade "förhoppningsbolag" och nyhetens behag kring de nya bolagen kan då möjligtvis ha skapat en överoptimism vid värderingen av bolaget samt i den inledande handeln. Den sämre prestationen på längre sikt kan delvis ses som att marknaden erhållit mer information och kommit underfund med bolagens korrekta värde. Det kan också delvis, eller tillsammans med den minskande optimismen, förklaras med att de nya bolagen på AktieTorget kan ha misslyckats med att leverera de resultat som marknaden har förväntat sig. Tre år efter introduktion redovisas en inte statistiskt säkerställd genomsnittlig avkastning i förhållande till referensindex på -20.2%, se tabell 5.3. I relation till tidigare forskning framstår den genomsnittliga avkastningen realistisk. Ritter och Welch (2002) konstaterade i sin studie att medelavkastningen för nyintroducerade företag efter tre år uppgick till -23,4 %. Medelavkastningen för samtliga bolag i denna studie redovisar ett resultat på -15,3% vilket är något bättre än Ritters (1998) resultat. Efter granskning av spridningen av den genomsnittliga avkastningen på AktieTorget, med ett minimumvärde på -152,1% till maximumvärde på +321,7%, kan det konstateras att en långsiktig placeringshorisont på tre år inte bör innebära negativ avkastning då flertalet aktier överavkastade referensindex, se bilaga

6. Det existerar en stor variation mellan nyintroducerade företag som presterar bra och dåligt på lång sikt.

Likväl nyintroducerade företag på First North uppvisar en stor spridning på extremvärdena, -132,3% till +308.0% samt en volatilitet på över 100% på tre års sikt. Trots en underprestation gentemot referensindex har First North en lägre genomsnittlig underavkastning än AktieTorget på tre års sikt. En anledning till detta kan enligt Wikman (2016) vara att First North ingår i Nasdaqs varumärke vilket kan ses som en kvalitetsstämpel därför att man ställer högre krav på bolag som skall noteras i relation till AktieTorget. Mer precist kräver First North att noterade företag erhåller en Certified Adviser vilket bidrar till mer kontrollerad övervakning och informationsspridning. Med de högre kraven i åtanke är det lättare att göra en korrekt prissättning vilket åskådliggörs i tabell 5.3 där det framgår att underprissättningen är lägre än AktieTorgets.

Eftersom NGM i denna studie enbart representerades av sex bolag går det inte att dra några generella slutsatser över aktiekursutvecklingen. Prestationen av företag noterade på NGM i relation till referensindex påverkas i för stor utsträckning av extremvärden för enskilda aktier. Däremot uppvisar mätpunkten tre år för den genomsnittliga avkastningen för företag på NGM en underavkastning i förhållande till referens index på -57,8%.

Avkastningen för aktier som handlas på Nasdaq har i relation till övriga marknadsplatser inte påvisat en hög volatilitet i förhållande till referensindex. Volatiliteten är tätt sammankopplad med kraven på de olika marknadsplatserna vilket i sin tur resulterar i att det blir en "säkerhetssegmentation" mellan marknadsplatserna ur investerarens synpunkt. Som Albin Rännar (2016) påpekar är det som investerare viktigt att vara medveten om de olika kraven. Ett belegg för denna så kallade "säkerhetssegmentation" mellan marknadsplatserna är skillnaderna i volatilitet på tre år. I bilaga 6 uppvisar Nasdaq en volatilitet på 50,2% i förhållande till AktieTorget, First North och NGM som uppvisar 107,8%, 106,3% respektive 69,4%. Det går inte att urskilja något samband mellan genomsnittlig avkastning på nyintroducerade bolag och marknadsplats på sikt, däremot påvisar aktiedata skillnader i volatilitet. De två svenska börserna skiljer sig i termer av volatilitet från handelsplattformarna. Dessutom är gapet mellan extremvärden betydligt mindre på börserna i förhållande till de två handelsplattformarna.

Den genomsnittliga avkastningen i förhållande till OMX 30 GI kan tyvärr te sig vara missvisande på grund av fördelningen av företag på de olika marknadsplatserna i denna studie. Hälften av de undersökta företagen i denna studie är noterade på AktieTorget, resterande marknadsplatser har under 30 företag vardera vilket innebär att urvalet är för litet för att bidra med statistiskt säkerställd information. Därav kan enbart marknadsplatserna indikera potentiella trender snarare än förmedla definitiva slutsatser i denna studie.

6.3 Branschtillhörighet

Vid granskning av parametern branschtillhörighet kan man i tabell 5.5 utläsa en statistiskt säkerställd underprissättning under första handelsdagen av bolag i både branscherna New- och Old Economy (definition enligt Schusters studie från år 2003). Företag som noterats under branschbenämningen New Economy i denna studie var underprissatta med -15,2% medan Old Economy uppvisade en lägre underprissättning på -7,3%. Denna studies resultat överensstämmer med Schusters studie och visar att bolagen i New Economy har en högre grad av underprissättning i förhållande till Old Economy på -26,3% gentemot -13,8%. Sett till förstadagsavkastningen har både New- och Old Economy positiv avkastning, vilket kan kopplas till "Behaviorist Theory", förväntningsteorin och teorierna om informationsasymmetri, om förhöjda förhoppningar och att investerare kräver ett lägre pris på grund av bristande information. Skillnaden i genomsnittlig avkastning under första handelsdagen mellan branschtillhörigheterna i denna studie kan förklaras av att New Economy i allt större utsträckning karaktäriseras av digitaliseringstrenden då unga, högteknologiska bolag i allt högre grad noteras på marknaden, vilket vidare påpekas av Wikman. I denna studie omfattar bolag i åldersintervallet 0-5 år närmare hälften av företagen inom New Economy. På grund av denna företeelse kan det förekomma en större IPO-rabatt vid teckning av nyintroduktioner på företag inom New Economy. Å andra sidan domineras även Old Economy av många unga företag men som inte är lika tätt sammankopplade med digitaliseringstrenden.

Schusters (2003) studie visar att den långsiktiga avkastningen bör överprestera referensindex för båda branschbenämningarna. Resultatet från denna studie överensstämmer delvis med Schusters observationer av den svenska marknaden. I denna studie uppvisade New Economy en långsiktig avkastning i relation till OMX30GI på +6,3% och Old Economy en långsiktig avkastning på -32,6% jämfört

med Schusters +152,1% respektive +38,5%. Old Economy uppvisade således en statistiskt säkerställd genomsnittlig avkastning på tre års sikt som skiljer sig markant från tidigare forskning, se tabell 5.5. I tabell 5.5 åskådliggörs även Old Economys negativa genomsnittliga aktiekursutveckling på sikt. Även företagen inom New Economy uppvisar en negativ avkastning på sikt, dock kan en överprestation i förhållande till referensindex konstateras på tre års sikt. Detta skulle kunna förklaras av Wikman (2016) och Falkenbergs (2016) tes om "förhoppningsbolag". Falkenberg (2016) påpekar att existensen av "förhoppningsbolag" är mest förekommande inom New Economy, framförallt inom branscherna teknik och läkemedel. I denna studie dominerar dessa två branscher New Economy med 22 företag vardera, se tabell 5.4. Osäkerheten kring "förhoppningsbolag" tydliggörs i bilaga 5 som illustrerar den ökade volatiliteten och skillnad i extremvärden på sikt. Denna studies resultat är i linje med Falkenbergs (2016) syn på placeringshorisont, då det kan utläsas att företag inom New Economy presterar bäst första handelsdagen alternativt på lång sikt.

Det bör däremot påpekas att samtliga intervjuobjekt är eniga om att branschtillhörighet inte kan ligga till grund för beslut om placeringshorisont, utan bör beaktas i kombination med andra faktorer, såsom ett bra kassaflöde.

6.4 Företagets ålder vid introduktion

Studiens resultat gällande aktiekursutvecklingen i relation till bolagets ålder vid noteringstillfället skiljer sig från David T. Clarks studie (2002) om att ett positivt samband råder mellan ålder och avkastning på sikt. Bolagen i den yngsta åldersgruppen, 0-5 år, påvisade en positiv initial avkastning på +18,8% vilket är förenligt med teorin om asymmetrisk information samt tidigare forskning om underprissättning. En konsekvens kan därmed vara att en högre grad av underprissättning appliceras på yngre bolag än på äldre och mer etablerade företag, med en längre historik av finansiell rapportering, vilket stämmer väl överens med Falkenbergs (2016) åsikt om ålders inverkan.

Förvånansvärt nog uppvisar den äldsta åldersgruppen, 16+ år, den högsta avkastningen efter första handelsdagen med +19,4%, se tabell 5.6. Resonemanget kring informationsasymmetri och underprissättning överensstämmer därmed inte med studien. Dessa företag bör, enligt Falkenberg (2016), drabbas minst av fenomenet underprissättning då många av de mer etablerade bolagen noteras på Nasdaq OMX

där kraven på informationsspridning är högre. En möjlig förklaring kan vara att marknadens allmänna kännedom om dessa företag och en lång historik av finansiella rapporter och resultat har stärkt bolagens trovärdighet vilket kan bidra till att göra aktien mer attraktiv på marknaden. Det bör dock noteras att denna studies statistiska underlag inte medger statistisk signifikans för resultaten bland de äldre företagen.

Enbart den yngsta åldersgruppen går att dra statistiskt säkerställda slutsatser ifrån då det inte kan fastställas med statistisk säkerhet att resterande förstadagsavkastningar är slumpmässiga. Den förklarande faktorn är att ingen av de resterande åldersintervallen innehåller mer än 30 observationer samt att åldersintervallet 0-5 år utgör mer än hälften av de studerade företagen. Det är statistiskt säkerställt enligt studiens mätningar att den yngre gruppen, 0-5 år, har en genomsnittligt negativ avkastning på -31,1% efter tre år, se tabell 5.6.

Ur ett längre tidsperspektiv framkommer det att avkastningen för bolagen i åldersgruppen 0-5 år har en tydligt nedåtgående trend, se tabell 5.6. Bolagen i resterande åldersintervall underpresterar även dessa gentemot referensindex på längre sikt men illustrerar inte en lika tydlig nedåtgående trend. Utvecklingen på tre års sikt för bolag i åldersintervallet 11-15 år på tre års sikt särskiljer sig från övriga då de överpresterar referensindex med +24,8% detta är dock inte signifikant säkerställt.

Aktiekursutvecklingen för bolagen i åldersintervallet, 16+ år, skiljer sig från övriga åldersgrupper i termer av volatilitet. Trots en underprestation i relation till index är volatiliteten lägre i denna åldersgrupp vilket illustreras genom mindre skillnader mellan extremvärdena, se tabell 5.6. Det kan därmed tyda på att en investering i ett äldre, mer moget bolag, skulle kunna ses som mindre riskfyllt och vara en bra långsiktig investering. Detta styrks även av Tor Wikman (2016) som i sin intervju påpekar att yngre företag som inte är lika erkända av allmänheten anses vara mer riskabla investeringsalternativ. Detta baserar han på den vedertagna tesen att högre krav på börserna i jämförelse med handelsplattformarna innebär högre, men inte garanterad, säkerhet för investeraren. Yngre bolag har inte möjlighet att uppfylla de krav som ställs på börserna, därmed förknippas yngre bolag med större osäkerhet. Bilaga 5 åskådliggör skillnaderna i extremvärdena i relation till referensindex under de statistiskt säkerställda mätpunkterna, en dag och tre år, med en spridning på -28,7% till +240,0% respektive -133,4% till +198,0%.

Det faktum att det inte går att påvisa någon signifikans för de flesta grupper och mätpunkter gör det svårt att dra några definitiva slutsatser kring ålders påverkan på placeringshorisonten.

7. Slutsats och Fortsatt forskning

I detta kapitel presenteras slutliga reflektioner tillsammans med förslag till framtida forskning.

7.1 Slutsats

Under studiens undersökningsperiod har 420 företag noterats på Nasdaq OMX Stockholm, NGM Equity, First North och AktieTorget varav 108 bolag varit relevanta för denna studie. Till författarnas kännedom har det inte förekommit någon liknande studie på den svenska marknaden som behandlar placeringshorisont utefter marknadsplats, branschtillhörighet och ålder på företag vid notering.

Resultatet i denna studie visar att den genomsnittliga avkastningen är som högst dag ett, +10,0%, för samtliga företag inkluderade i studien. Dock är detta inte i förhållande till referensindex. Detta är i linje med Ritters studie (1998) där förstadagsavkastningen observerades till över 10%. Vid medräkning av resterande mätpunkter, oberoende kategorisering av företagen efter parametrarna, indikerar resultatet på en nedåtgående trend av avkastningen i förhållande till OMX30GI över tid, vid den sista mätpunkten på -15,3%. Denna studies genomsnittliga avkastningar är förenligt med Ritter och Welchs amerikanska studie (2002) där de konstaterar en stor spridning mellan den genomsnittliga förstadagsavkastningen och avkastningen efter tre år i förhållande till index. Ritter och Welch (2002) fastställer en överavkastning efter första dagen på +18,8% och en underprestation efter tre år på -23,4% i förhållande till index. Den amerikanska studien genomfördes under en tjugooårsperiod och behandlade 6249 börsintroduktioner. Trots skillnaderna i studiernas omfattning åskådliggörs ett liknande samband, då en positiv avkastning efter första handelsdagen påvisas samt en negativ avkastning på längre sikt.

Med studiens syfte i åtanke går det endast att utläsa i fyra av tio fall att det finns bättre placeringshorisonter för börsintroduktioner som erhåller statistiskt

säkerställd signifikans, se tabell 5.1. En orsak till att majoriteten av de utförda t-test inte uppvisade någon signifikans kan bero på för få observationer inom studiens kategoriseringar. Dock framgår det att vid investering i börsintroduktioner på handelsplattformarna AktieTorget och First North genererar högre avkastning vid en placeringshorisont på enbart en dag. En möjlig förklaring till detta är Wikmans (2016) tes om att underprissättning har satts i system i syfte att attrahera aktieägare och skapa momentum. Generellt sett kan alla kategorier till viss mån påverkas av informationsasymmetri, förväntningsteorin och "Behaviorist theory" gällande förstadagsavkastningen. Resultatet från denna studie påvisar dock att de har större effekt på yngre företag samt handelsplattformarna där rapporteringen av finansiell information är potentiellt bristfällig. En hög förstadagsavkastning ter sig även för det yngsta och det äldsta åldersintervallen samt respektive branschbenämning. Studiens resultat ger även belägg för Falkenbergs (2016) uttalande om att Nasdaq är en marknadsplats för mer långsiktiga placeringshorisoner i relation till övriga svenska marknadsplatser. Nasdaq likväl NGM genererar högst avkastning ett år efter introduktionen, +13,0% respektive +1,7% över index. Då urvalet varit litet inom vissa kategorier, framförallt NGM, har extremvärden haft stor inverkan på resultatet. Följaktligen kan den data som studien presenterar vara missvisande i relation till verkliga förhållanden. Å andra sidan har det observerats att flertalet företag överpresterar index på längre sikt, men med vår kategorisering inte finns något sätt att identifiera dessa företag. Varvid en rekommendation till placeringshorisont blir svår att ge.

Volatilitet är en faktor som påverkar resultatet, då hög volatilitet innebär kraftiga kursrörelser. Eftersom avkastningen mäts vid de specifika mätpunkterna finns det en risk att mätpunkten utgör ett extremvärde vilket försvårar fastställandet av ett signifikant samband. På kort sikt påverkas studiens resultat i mindre utsträckning av den enskilda aktiens volatilitet. Däremot blir konsekvenserna av volatiliteten på längre sikt mer påtagliga då aktiernas enskilda kursrörelser påverkas av splittar, omvända splittar och nyemissioner. Dessa faktorer har inte tagits hänsyn till vid beräkning av avkastningen. Förutom de potentiella konsekvenserna volatiliteten har på studiens resultat kan även konjunktursvängningar i ekonomi till sin helhet påverka utfallet. Konjunktursvängningarnas inverkan på resultatet har försökt motverkas av en längre undersökningsperiod, samt en jämförelse med OMX30GI, som sträcker sig över tidsperioder som karaktäriseras av både hög- och lågkonjunktur.

Studien ämnar belysa potentiella parametrar som kan ligga till grund vid bedömning av en kortare eller längre placeringshorisont vid investering i börsintroduktioner. Utifrån studiens resultat går det inte att urskilja någon statistiskt säkerställd placeringshorisont för majoriteten av parametrarna med hänsyn till de olika mätpunkterna då parametrarna påverkar placeringshorisonten i olika stor utsträckning. Däremot indikerar resultatet att en kortare placeringshorisont är att föredra på de mindre marknadsplatserna i förhållande till börserna samt att dessa handelsplattformar även följer trenden av att vara underprissatta vid första handelsdagen. Varken parametern ålder eller bransch erbjuder någon indikation på en bättre eller sämre placeringshorisont. Detta uppmärksammade även intervjuobjekten då samtliga antydde att undersökningsvariablerna inte enskilt är av tillräckligt stor betydelse för att kunna agera underlag för beslut om placeringshorisont. Vidare har en bedömning av en bättre eller sämre placeringshorisont inte beaktat komponenten risk utan har enbart baserats på avkastning i förhållande till ett referensindex. Därmed kan studiens resultat erbjuda missvisande information gällande verkliga förhållanden för placeringshorisonter. Sammanfattningsvis har denna studie väckt frågeställningar om vilka parametrar som potentiellt kan förklara hur en investerare bör förhålla sig till olika aktier och dess placeringshorisonter. Med dessa frågeställningar i åtanke uppmanas vidare forskning inom området.

7.2 Förslag till framtida forskning

Under studiens gång har ett antal intressanta frågor och tankar kommit upp som har lett fram till nedanstående förslag till framtida forskning:

- För att undersöka om det finns en bättre eller sämre placeringshorisont för en mer långsiktig investering kan en liknande studie genomföras men med en eller flera mätpunkter som avser en längre period, exempelvis fem eller tio år. Vid en sådan studie skulle tidsintervallet behöva tidigareläggas då all data ska vara jämförbar. Företag som avnoterats, blivit uppköpta eller gått i konkurs efter sista mätpunkten har inte tagits i beaktning i denna studie vilket kan ge en missvisande bild av verkligheten. Vid en längre tidsperiod kan detta tas i beaktning och skapa en mer rättvisande bild av placeringshorisonten.
- Denna studie skulle kunna utvecklas genom att undersöka fler parametrar som kan påverka den placeringshorisonten, till exempel företagets omsättning vid

notering, typ av säljare vid notering och tidpunkt av notering med hänsyn till det rådande börsklimatet.

- En intressant utveckling av den här studien hade varit att utföra en mer extensiv studie där risk tas i beaktning. Vid en sådan studie kan avkastningen jämföras med den risk det innebär att investera i en viss börsintroduktion.
- En vidare utveckling på denna studie skulle kunna vara att applicera ett jämförelseindex som inte är kapitalviktat och inkluderar fler noterade företag, till exempel Affärsvärldens generalindex, AFGX, som beaktar samtliga bolag noterade på Stockholmsbörsen.
- Ett annat perspektiv på ämnet börsintroduktioner som kan tas är att jämföra skillnaderna i prissättning vid börsintroduktioner på de mindre handelsplattformarna i jämförelse med Nasdaq OMX Stockholm. En sådan typ av studie kan fokusera mer på fenomenet underprissättning och dess konsekvenser.
- När underprissättning undersöks skulle även “teckna-sälj”-resonemanget kunna studeras. Lönar det sig att teckna sig för alla introduktioner eller kommer avkastningen bli sämre på grund av att du får en större tilldelning vid “sämre” introduktioner?
- Att granska huruvida företagsledning och ägarna har stor andel aktier vid introduktion samt om de behåller sin aktieägarandel och hur det potentiellt kan påverka aktiekursen på ett par års sikt.

8. Källförteckning

8.1 Litteratur

Befring, E. (1994). *Forskningsmetodik och statistik*. Studentlitteratur AB.

Bryman A., & Bell, E. (2013). *Företagsekonomiska Forskningsmetoder*. Upplaga 2:1 2013 Liber AB.

Denscombe, M. (2000). *Forskningshandboken - För småskaliga forskningsprojekt inom samhällsvetenskaperna*. Studentlitteratur, Lund.

Ljungqvist, A. P. (2004). *Handbooks in Finance: Empirical Corporate Finance*, Salomon Center, Stern School of Business, New York University

Lundahl, U., & Skärvad, P-H. (1999). *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer* (3:e uppl.). Lund: Studentlitteratur.

Patel, R., & Davidson, B. (2011). *Forskningsmetodikens grunder: Att planera, genomföra och rapportera en undersökning*. Lund: Studentlitteratur AB.

8.2 Vetenskapliga artiklar

Akerlof, G.A. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3. pp. 488-500.

Clark, D.T. (2002). *A Study of the Relationship Between Firm Age at IPO and After Market Stock Performance*. Glucksman Institute for Research in Securities Markets.

Dahlquist, M. & De Jong, F. (2004). Pseudo Market Timing: Fact or Fiction?, *Stockholm Institute for Financial Research* Vol. 24.

Fama, E.F. (1998). Market Efficiency, Long-term Returns, and Behavioral Finance”, *Journal of Financial Economics* Vol. 49, pp 283-306.

Fama, E.F. & French, K.R. (2004). New Lists: Fundamentals and Survival Rates. *Journal of Financial Economics* Vol. 76, No. 2, pp 229-269.

Leland, H. E. & Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The Journal of finance*. Vol. 32, No. 2. pp 371-387.

Levis, M. (1993). The long-run performance of initial public offerings: the U.K. experience, *Financial Management* Vol. 22, pp 28 - 41.

Ljungqvist, A.P. & Wilhelm, W. J. Jr. (2003). IPO Pricing in the Dot-Com Bubble. *The Journal of Finance*, Vol. 58, No. 2. pp 723-752.

Loughran, T. & Ritter, J. R. (1995). The New Issues Puzzle. *The Journal of Finance*, Vol. 50, No. 1. pp 23-51.

Mitchell, M. & Stafford, E. (2000). Managerial decisions and long-term stock price performance. *The Journal of Business*, Vol. 73, No 3. pp 287-329.

Ritter, J. R. (1998). Initial Public Offerings, reprinted (with modifications) in *Contemporary Finance Digest*, Vol .2, No.1, pp 5-30.

Ritter, J.R. (1991). The long-run performance of initial public offerings, *The Journal of Finance*, Vol. 46, pp 3-27.

Ritter, J. R. & Welch, I. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocatio, *The Journal of Finance*, Vol.57, No.4. pp 1795-1828.

Rock, K. (1986). Why New Issues Are Underpriced. *Journal of Financial Economics*. Vol. 15, pp 187-212.

Schultz, P. (2003). Pseudo Market Timing and the Long-Run Underperformance of IPOs, *The Journal of Finance*, Vol. 58, No. 2. pp. 483-517.

En investerares tidsperspektiv på nyintroduktioner - En studie om placeringshorisont på svenska marknadsplatser

Författare: Fredrika Bengtsson, Victor Billing, Lovisa Falkenberg, Ludwig Övald-Appelblad

Schuster, J. A. (2003). *IPOs: Insights from Seven European Countries*, Financial Markets Group, Discussion paper 461. London School of Economics.

Shiller, R. J. (1990). Speculative Prices and Popular Models, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4, No. 2. pp 55-65.

8.3 Elektroniska källor

Aktiespararna, (2007) - Fundamental Indexfond Kan Ge högre Avkastning [2016-04-26]

<http://www.aktiespararna.se/Artikelarkiv/Fonder/2007/augusti/Fundamental-indexfond-kan-ge-hogre-avkastning/>

Aktiespararna, (2009) - Handelsplattformen Burgundy Ökar Sin Marknadsandel [2016-04-16]

[\(http://www.aktiespararna.se/Artikelarkiv/Repotage/2009/augusti/Burgundy-okar/\)](http://www.aktiespararna.se/Artikelarkiv/Repotage/2009/augusti/Burgundy-okar/)

Aktiespararna, (2016) - Olika Listor [2016-04-16]

[\(http://www.aktiespararna.se/lar-dig-mer/Grundskolor/Aktiekunskap/Olika-listor/\)](http://www.aktiespararna.se/lar-dig-mer/Grundskolor/Aktiekunskap/Olika-listor/)

AktieTorget, (2016) - Notera Ditt Bolag [2016-04-18]

[\(http://aktietorget.se/CompanyListing.aspx\)](http://aktietorget.se/CompanyListing.aspx)

AktieTorget, (2016) - Om AktieTorget [2016-04-18]

[\(http://aktietorget.se/AboutGeneral.aspx\)](http://aktietorget.se/AboutGeneral.aspx)

Avanza, (2016) - Aktielistan [2016-04-19]

[\(https://www.avanza.se/aktier/lista.html\)](https://www.avanza.se/aktier/lista.html)

Datastream, (2016) - Thomson Reuters Datastream [2016-05-03]

[\(http://financial.thomsonreuters.com/en/products/tools-applications/trading-investment-tools/datastream-macroeconomic-analysis.html\)](http://financial.thomsonreuters.com/en/products/tools-applications/trading-investment-tools/datastream-macroeconomic-analysis.html)

EkonomiFakta, (2016) - Konjunkturen, Barometerindikatorn [2016-04-26]
(<http://www.ekonomifakta.se/Fakta/Ekonomi/Tillvaxt/Konjunkturen---Barometerindikatorn/>)

Finansinspektionen, (2016) - Börser och Aktiehandel [2016-05-05]
(<http://www.fi.se/Folder-SE/Konsument/Fragor-och-svar/Spara/Borser-och-aktiehandel1/>)

Finansinspektionen, (2016) - Vilka Handelsplattformar Finns i Sverige [2016-05-05]
(<http://www.fi.se/Folder-SE/Konsument/Fragor-och-svar/Spara/Borser-och-aktiehandel1/Vilka-handelsplattformar-finns-i-Sverige/>)

Finansportalen, (2016) - Ekonomisk Ordlista A-C. [2016-05-05]
(<https://www.finansportalen.se/ordlista/a-c/>)

Konjunkturinstitutet, (2016) - Ekonomisk Politik Driver Stark Tillväxt [2016-05-03]
(<http://konj.se/publikationer/konjunkturlaget/konjunkturlaget/2016-03-23-ekonomisk-politik-driver-stark-tillvaxt.html>)

MedTech Magazine, (2015) - Vägen Till Börsen, Att Välja Rätt Marknadsplats [2016-05-05]
(<http://www.medtechmagazine.se/nyheter/del-1-vagen-till-borsen-att-valja-marknadsplats/#.Vxt8uIRzKPU>)

Nasdaq OMX Nordic, (2016) - Aktier [2016-04-24]
(<http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier>)

Nasdaq OMX Nordic, (2016) - First North [2016-04-14]
(<http://www.nasdaqomxnordic.com/omoss/firstnorth>)

Nasdaq OMX Nordic, (2016) - Nasdaq First North [2016-04-14]
(<http://business.nasdaq.com/list/listing-options/European-Markets/nasdaq-first-north>)

En investerares tidsperspektiv på nyintroduktioner - En studie om placeringshorisont på svenska marknadsplatser

Författare: Fredrika Bengtsson, Victor Billing, Lovisa Falkenberg, Ludwig Övald-Appelblad

Nasdaq OMX Nordic, (2016) - Om oss [2016-04-14]

(<http://www.nasdaqomxnordic.com/omoss>)

Nasdaq OMX Nordic, (2016) - Regelverk För Emittenter [2016-04-22]

(http://business.nasdaq.com/Docs/Nasdaq-Stockholm-Rule-Book-for-Issuers_SV.pdf)

Nasdaq OMX Nordic, (2016) - Var Handlar Man Aktier? [2016-04-24]

(<http://www.nasdaqomxnordic.com/utbildning/aktier/varhandlarmanaktier/?languageId=3>)

Nasdaq OMX Nordic, (2016) - Vad Är Aktieindex [2016-04-24]

(<http://www.nasdaqomxnordic.com/utbildning/aktier/vadaraktieindex?languageId=3>)

NGM Equity, (2014) - Börsregler [2016-04-14]

(<http://www.ngm.se/wp-content/uploads/2014/05/B%C3%B6rsregler-till%C3%A4mpliga-fr%C3%A5n-och-med-den-1-juli-2014.pdf>)

NGM Equity, (2016) - Viktiga Milstolpar I Vår Historia [2016-04-14]

<http://www.ngm.se/om-ngm/var-historia/>

NGM Equity, (2016) - Värdepapper [2016-04-14]

(<http://www.ngm.se/ngm-equity/>)

Realtid, (2016) - Bra År För Börsnoteringar [2016-04-17]

(<http://www.realtid.se/bra-ar-borsnoteringar#conversion-1302417596>)

Skatteverket, (2016) - Aktiehistorik [2016-04-19]

(<http://www.skatteverket.se/privat/skatter/vardepapper/aktiehistorik.4.dfe345a107ebc9baf80009051.html>)

SPSSakuten, (2010) - Guide: Regressionsanalys, [2016-05-05]

[\(https://spssakuten.wordpress.com/2010/05/11/guide-regressionsanalys-med-dummyvariabler/\)](https://spssakuten.wordpress.com/2010/05/11/guide-regressionsanalys-med-dummyvariabler/)

SvD Näringsliv, (2010) - 30 Bolag har rasat 90 procent [2016-04-17]

<http://www.svd.se/30-bolag-har-rasat-90-procent/om/naringsliv>)

Sveriges Radio, (2015) - Rekordmånga Börsnoteringar Oroar [2016-04-12]

<http://sverigesradio.se/sida/artikel.aspx?programid=83&artikel=6329006>)

Tryggare Framtid, (2015) - Svenskarnas Aktieportfölj Fortsätter Öka [2016-04-12]

<http://tryggareframtid.se/nyheter/placeringar/svenskarnas-aktieportfolj-fortsatter-oka/>)

8.4 Muntliga källor

Falkenberg, Henric. Global aktiechef för Carnegie Securities på Carnegie. Intervju 2016-05-12.

Rännar, Albin. Chef för marknadsbevakning på Aktiespararna. Skype-intervju 2016-05-13.

Wikman, Tor. Analytiker Corporate Finance på Mangold Fondkommission. Skype-intervju 2016-05-17.

9. Appendix

Bilaga 1: Intervjufrågor Aktiespararna, Albin Rännar

- Vad ser du för trender just nu när det kommer till börsintroduktioner? Vad är det för typ av företag som börsintroduceras i dagsläget?
- Vad tror du om framtiden? 2015 var ett väldigt intensivt år för börsintroduktioner, tror du det att trenden kommer hålla i sig för år 2016?
- Hur ser du på fenomenet underprissättning vid börsintroduktioner och förstadagsavkastning?
- Ser ni ett stort intresse hos investerare att investera i börsintroduktioner?
- Ser ni ett ökat intresse bland befolkningen att börja investera i aktier?
- Anser du att våra fyra handelsplatser (Nasdaq OMX Stockholm, First North, NGM Equity och AktieTorget) är godkända av Aktiespararna som väl fungerande handelsplatser?
- När ni råder era aktiesparare gör ni någon skillnad på rekommendationer beroende på handelsplats? Tycker ni det är tryggare med Nasdaq eller t.ex. AktieTorget? Har ni någon marknadsplats som ni föredrar?
- Har Aktiespararna själva utrett huruvida det föreligger ett samband mellan de olika handelsplatserna och avkastning?
- Brukar Aktiespararna följa upp å investerarnas vägnar misslyckade börsintroduktioner? Om ja, på vilket sätt och vad har det lett till?
- Tycker Aktiespararna att det är positivt att det
 1. Finns fler handelsplatser?
 2. Att kraven på de olika handelsplatserna skiljer sig åt?
- Vad har Aktiespararna för syn på en potentiellt gemensam marknadsplats?
- Samarbetar Aktiespararna med bankerna så att era medlemmar får förtur till börsintroduktioner? Om ja, är det vanligt förekommande? Har det varit lyckosamma affärer? Hur har reaktionen varit om det har blivit en dålig affär?
- Har Aktiespararna någon benämning eller syn på när en börsintroduktion anses vara misslyckad?
- Om Aktiespararna får råda, rekommenderar ni aktiesparare att investera i börsintroduktioner likväl som i redan noterade bolag?

- Har ni rekommendationer vid börsintroduktioner likt Dagens Industri? Teckna/teckna ej? Om ja, gör ni uppföljning på de rekommendationerna för att se om ni har rätt eller fel?

Bilaga 2: Intervjufrågor Carnegie, Henric Falkenberg

- Vad ser du för trender just nu när det kommer till börsintroduktioner? Vad är det för typer av företag som börsintroduceras?
- Vad tror du om framtiden? 2015 var ju ett väldigt intensivt år för börsintroduktioner, tror du att det kommer fortsätta så?
- Rekommenderar ni era kunder att investera i börsintroduktioner?
- Hur ser du på fenomenet underprissättning vid börsintroduktioner och förstadagsavkastning?
- Hur påverkar börsklimatet antalet börsintroduktioner och utfallet av börsintroduktionen?
- På vilket sätt följer ni upp de börsintroduktioner ni gör?
- Gör ni börsintroduktioner på alla våra handelsplatser?
- Har ni några speciella krav på de företag som ni börsnoterar som skiljer sig från andra investmentbanker?
- Tycker du att det är positivt att det
 1. Finns flera handelsplatser?
 2. Att kraven på de olika handelsplatserna skiljer sig åt?
 3. Varför borde man egentligen inte ha en gemensam marknadsplats?
- Har Carnegie någon benämning eller syn på när en börsintroduktion anses vara misslyckad?
- Om du får råda, råder du kunder att investera i börsintroduktioner lika väl som i redan noterade bolag?
- Vilka typer av kunder köper i börsintroduktioner idag?
- Vilka typer av säljare är det idag av de bolag som kommer till börserna?
- Hur stor andel av företagen brukar säljas ut?
- Vad menar ni med att Carnegie har marknadens bästa “placing power”?
- Hur tror du att bransch, ålder på företaget och handelsplats påverkar placeringshorisonten?

Bilaga 3: Intervjufrågor Mangold Fondkommission, Tor Wikman

- Vad ser du för trender just nu när det kommer till börsintroduktioner? Vad är det för typer av företag som börsintroduceras?
- Vad tror du om framtiden? 2015 var ju ett väldigt intensivt år för börsintroduktioner, tror du att det kommer fortsätta så?
- Rekommenderar ni era kunder att investera i börsintroduktioner?
- Hur ser du på fenomenet underprissättning vid börsintroduktioner och förstadagsavkastning?
- Hur påverkar börsklimatet antalet börsintroduktioner och utfallet av börsintroduktionen?
- På vilket sätt följer ni upp de börsintroduktioner ni gör?
- Gör ni börsintroduktioner på alla våra handelsplatser?
- Har ni några speciella krav på de företag som ni börsnoterar som skiljer sig från andra investmentbanker?
- Tycker du att det är positivt att det
- 1. Finns flera handelsplatser?
- 2. Att kraven på de olika handelsplatserna skiljer sig åt?
- Har Mangold någon benämning eller syn på när en börsintroduktion anses vara misslyckad?
- Om du får råda, råder du kunder att investera i börsintroduktioner lika väl som i redan noterade bolag?
- Vilka typer av kunder köper i börsintroduktioner idag?
- Vilka typer av säljare är det idag av de bolag som kommer till börsen? Familjeföretag eller Riskkapitalbolag?
- Hur stor andel av företagen brukar säljas ut?
- Hur tror du att bransch, ålder på företaget och handelsplats påverkar placeringshorisonten?

Bilaga 4: T-tester

First North 1 dag

| | |
|---------------------|-------------|
| t Stat | 1,623257138 |
| P(T<=t) one-tail | 0,055291028 |
| t Critical one-tail | 1,674689154 |
| P(T<=t) two-tail | 0,110582056 |
| t Critical two-tail | 2,006646805 |

Tabell 9.1

First North 30 dagar

| | |
|---------------------|-------------|
| t Stat | -1,7620579 |
| P(T<=t) one-tail | 0,041968525 |
| t Critical one-tail | 1,674689154 |
| P(T<=t) two-tail | 0,08393705 |
| t Critical two-tail | 2,006646805 |

Tabell 9.2

*First North 6
månader*

| | |
|---------------------|-------------|
| t Stat | 0,297425808 |
| P(T<=t) one-tail | 0,38366322 |
| t Critical one-tail | 1,674689154 |
| P(T<=t) two-tail | 0,76732644 |
| t Critical two-tail | 2,006646805 |

Tabell 9.3

First North 1 år

| | |
|---------------------|-------------|
| t Stat | -2,82859497 |
| P(T<=t) one-tail | 0,003312897 |
| t Critical one-tail | 1,674689154 |
| P(T<=t) two-tail | 0,006625794 |
| t Critical two-tail | 2,006646805 |

Tabell 9.4

First North 3 år

| | |
|---------------------|-------------|
| t Stat | -0,14695406 |
| P(T<=t) one-tail | 0,44186828 |
| t Critical one-tail | 1,674689154 |
| P(T<=t) two-tail | 0,88373656 |
| t Critical two-tail | 2,006646805 |

Tabell 9.5

Akietorget Dag 1

| | |
|---------------------|-------------|
| t Stat | 2,776013616 |
| P(T<=t) one-tail | 0,003193 |
| t Critical one-tail | 1,657650899 |
| P(T<=t) two-tail | 0,006386001 |
| t Critical two-tail | 1,979930405 |

Tabell 9.6

Akietorget Dag 30

| | |
|---------------------|-------------|
| t Stat | 0,602156927 |
| P(T<=t) one-tail | 0,274102891 |
| t Critical one-tail | 1,657650899 |
| P(T<=t) two-tail | 0,548205783 |
| t Critical two-tail | 1,979930405 |

Tabell 9.7

| <i>Aktietorget 6 månader</i> | |
|------------------------------|-------------|
| t Stat | -0,74814681 |
| P(T<=t) one-tail | 0,227917679 |
| t Critical one-tail | 1,657650899 |
| P(T<=t) two-tail | 0,455835358 |
| t Critical two-tail | 1,979930405 |

Tabell 9.8

| <i>Aktietorget 1 år</i> | |
|-------------------------|-------------|
| t Stat | -0,9757945 |
| P(T<=t) one-tail | 0,16556466 |
| t Critical one-tail | 1,657650899 |
| P(T<=t) two-tail | 0,331129319 |
| t Critical two-tail | 1,979930405 |

Tabell 9.9

| <i>Aktietorget 3 år</i> | |
|-------------------------|-------------|
| t Stat | -1,46339097 |
| P(T<=t) one-tail | 0,072987452 |
| t Critical one-tail | 1,657650899 |
| P(T<=t) two-tail | 0,145974904 |
| t Critical two-tail | 1,979930405 |

Tabell 9.10

NGM Dag 1

| | |
|---------------------|-------------|
| | - |
| t Stat | 0,550420961 |
| P(T<=t) one-tail | 0,297055898 |
| t Critical one-tail | 1,812461123 |
| P(T<=t) two-tail | 0,594111796 |
| t Critical two-tail | 2,228138852 |

Tabell 9.11

NGM Dag 30

| | |
|---------------------|-------------|
| | - |
| t Stat | 0,966125243 |
| P(T<=t) one-tail | 0,178382439 |
| t Critical one-tail | 1,812461123 |
| P(T<=t) two-tail | 0,356764879 |
| t Critical two-tail | 2,228138852 |

Tabell 9.12

NGM 6 månader

| | |
|---------------------|-------------|
| t Stat | 0,039414131 |
| P(T<=t) one-tail | 0,484667998 |
| t Critical one-tail | 1,812461123 |
| P(T<=t) two-tail | 0,969335995 |
| t Critical two-tail | 2,228138852 |

Tabell 9.13

| <i>NGM 1 år</i> | |
|---------------------|-------------|
| | - |
| t Stat | 0,843010164 |
| P(T<=t) one-tail | 0,209464875 |
| t Critical one-tail | 1,812461123 |
| P(T<=t) two-tail | 0,418929751 |
| t Critical two-tail | 2,228138852 |

Tabell 9.14

| <i>NGM 3 år</i> | |
|---------------------|-------------|
| | - |
| t Stat | 2,038522627 |
| P(T<=t) one-tail | 0,034408586 |
| t Critical one-tail | 1,812461123 |
| P(T<=t) two-tail | 0,068817171 |
| t Critical two-tail | 2,228138852 |

Tabell 9.15

| <i>Nasdaq OMX Dag 1</i> | |
|-------------------------|-------------|
| | - |
| t Stat | 0,221104996 |
| P(T<=t) one-tail | 0,413368962 |
| t Critical one-tail | 1,70561792 |
| P(T<=t) two-tail | 0,826737924 |
| t Critical two-tail | 2,055529439 |

Tabell 9.16

| <i>Nasdaq OMX Dag 30</i> | |
|--------------------------|-------------|
| | - |
| t Stat | 2,750764702 |
| P(T<=t) one-tail | 0,005340489 |
| t Critical one-tail | 1,70561792 |
| P(T<=t) two-tail | 0,010680977 |
| t Critical two-tail | 2,055529439 |

Tabell 9.17

| <i>Nasdaq OMX 6 månader</i> | |
|-----------------------------|-------------|
| t Stat | 0,755072191 |
| P(T<=t) one-tail | 0,228495759 |
| t Critical one-tail | 1,70561792 |
| P(T<=t) two-tail | 0,456991518 |
| t Critical two-tail | 2,055529439 |

Tabell 9.18

| <i>Nasdaq OMX 1 år</i> | |
|------------------------|-------------|
| t Stat | 1,459144341 |
| P(T<=t) one-tail | 0,078251127 |
| t Critical one-tail | 1,70561792 |
| P(T<=t) two-tail | 0,156502255 |
| t Critical two-tail | 2,055529439 |

Tabell 9.19

| <i>Nasdaq OMX 3 år</i> | |
|------------------------|-------------|
| t Stat | 0,049708325 |
| P(T<=t) one-tail | 0,480367364 |
| t Critical one-tail | 1,70561792 |
| P(T<=t) two-tail | 0,960734728 |
| t Critical two-tail | 2,055529439 |

Tabell 9.20

New Economy Dag 1

| | |
|---------------------|-------------|
| t Stat | 2,106421536 |
| P(T<=t) one-tail | 0,018915935 |
| t Critical one-tail | 1,661225855 |
| P(T<=t) two-tail | 0,037831871 |
| t Critical two-tail | 1,985523442 |

Tabell 9.21

New Economy Dag 30

| | |
|---------------------|-------------|
| t Stat | -0,59225123 |
| P(T<=t) one-tail | 0,277552155 |
| t Critical one-tail | 1,661225855 |
| P(T<=t) two-tail | 0,555104311 |
| t Critical two-tail | 1,985523442 |

Tabell 9.22

New Economy 6 månader

| | |
|---------------------|-------------|
| t Stat | -0,81871992 |
| P(T<=t) one-tail | 0,207508503 |
| t Critical one-tail | 1,661225855 |
| P(T<=t) two-tail | 0,415017005 |
| t Critical two-tail | 1,985523442 |

Tabell 9.23

New Economy 1 år

| | |
|---------------------|-------------|
| t Stat | -1,26774882 |
| P(T<=t) one-tail | 0,104009492 |
| t Critical one-tail | 1,661225855 |
| P(T<=t) two-tail | 0,208018985 |
| t Critical two-tail | 1,985523442 |

Tabell 9.24

New Economy 3 år

| | |
|---------------------|-------------|
| t Stat | 0,379772238 |
| P(T<=t) one-tail | 0,35248558 |
| t Critical one-tail | 1,661225855 |
| P(T<=t) two-tail | 0,70497116 |
| t Critical two-tail | 1,985523442 |

Tabell 9.25

Old Economy Dag 1

| | |
|---------------------|-------------|
| t Stat | 2,087657256 |
| P(T<=t) one-tail | 0,019490293 |
| t Critical one-tail | 1,657869522 |
| P(T<=t) two-tail | 0,038980587 |
| t Critical two-tail | 1,980272249 |

Tabell 9.26

Old Economy Dag 30

| | |
|---------------------|-------------|
| t Stat | 0,326432446 |
| P(T<=t) one-tail | 0,372337726 |
| t Critical one-tail | 1,657869522 |
| P(T<=t) two-tail | 0,744675451 |
| t Critical two-tail | 1,980272249 |

Tabell 9.27

Old Economy 6 månader

| | |
|---------------------|-------------|
| t Stat | 0,309762806 |
| P(T<=t) one-tail | 0,378643852 |
| t Critical one-tail | 1,657869522 |
| P(T<=t) two-tail | 0,757287703 |
| t Critical two-tail | 1,980272249 |

Tabell 9.28

| <i>Old Economy 1 år</i> | |
|-------------------------|-------------|
| t Stat | -1,0701396 |
| P(T<=t) one-tail | 0,143370281 |
| t Critical one-tail | 1,657869522 |
| P(T<=t) two-tail | 0,286740562 |
| t Critical two-tail | 1,980272249 |

Tabell 9.29

| <i>Old Economy 3 år</i> | |
|-------------------------|-------------|
| t Stat | -3,06732402 |
| P(T<=t) one-tail | 0,001339465 |
| t Critical one-tail | 1,657869522 |
| P(T<=t) two-tail | 0,002678929 |
| t Critical two-tail | 1,980272249 |

Tabell 9.30

| <i>Åldersintervall 0-5 Dag 1</i> | |
|----------------------------------|-------------|
| t Stat | 3,104164368 |
| P(T<=t) one-tail | 0,001223612 |
| t Critical one-tail | 1,659356034 |
| P(T<=t) two-tail | 0,002447225 |
| t Critical two-tail | 1,982597262 |

Tabell 9.31

| <i>Åldersintervall 0-5 Dag 30</i> | |
|-----------------------------------|-------------|
| t Stat | -0,46074924 |
| P(T<=t) one-tail | 0,322961215 |
| t Critical one-tail | 1,659356034 |
| P(T<=t) two-tail | 0,64592243 |
| t Critical two-tail | 1,982597262 |

Tabell 9.32

| <i>Ålderintervall 0-5, 6 månader</i> | |
|--------------------------------------|-------------|
| t Stat | 0,090010195 |
| P(T<=t) one-tail | 0,464224487 |
| t Critical one-tail | 1,659356034 |
| P(T<=t) two-tail | 0,928448973 |
| t Critical two-tail | 1,982597262 |

Tabell 9.33

| <i>Åldersintervall 0-5, 1 år</i> | |
|----------------------------------|-------------|
| t Stat | -0,80801569 |
| P(T<=t) one-tail | 0,210445594 |
| t Critical one-tail | 1,659356034 |
| P(T<=t) two-tail | 0,420891188 |
| t Critical two-tail | 1,982597262 |

Tabell 9.34

| <i>Ålderintervall 0-5, 3 år</i> | |
|---------------------------------|-------------|
| t Stat | -2,72116483 |
| P(T<=t) one-tail | 0,003802814 |
| t Critical one-tail | 1,659356034 |
| P(T<=t) two-tail | 0,007605627 |
| t Critical two-tail | 1,982597262 |

Tabell 9.35

| <i>Ålderintervall 6-10, Dag 1</i> | |
|-----------------------------------|-------------|
| t Stat | - |
| P(T<=t) one-tail | 0,723974106 |
| t Critical one-tail | 1,677224196 |
| P(T<=t) two-tail | 0,472595544 |
| t Critical two-tail | 2,010634758 |

Tabell 9.36

| <i>Åldersintervall 6-10, Dag 30</i> | |
|-------------------------------------|-------------|
| t Stat | 0,680122836 |
| P(T<=t) one-tail | 0,249847018 |
| t Critical one-tail | 1,677224196 |
| P(T<=t) two-tail | 0,499694036 |
| t Critical two-tail | 2,010634758 |

Tabell 9.37

| <i>Åldersintervall 6-10, 6 månader</i> | |
|----------------------------------------|-------------|
| - | |
| t Stat | 1,149669846 |
| P(T<=t) one-tail | 0,127988009 |
| t Critical one-tail | 1,677224196 |
| P(T<=t) two-tail | 0,255976019 |
| t Critical two-tail | 2,010634758 |

Tabell 9.38

| <i>Åldersintervall 6-10, 1 år</i> | |
|-----------------------------------|-------------|
| - | |
| t Stat | 1,454374537 |
| P(T<=t) one-tail | 0,076175374 |
| t Critical one-tail | 1,677224196 |
| P(T<=t) two-tail | 0,152350749 |
| t Critical two-tail | 2,010634758 |

Tabell 9.39

Åldersintervall 6-10, 3 år

| | |
|---------------------|-------------|
| - | |
| t Stat | 0,446075055 |
| P(T<=t) one-tail | 0,328774417 |
| t Critical one-tail | 1,677224196 |
| P(T<=t) two-tail | 0,657548834 |
| t Critical two-tail | 2,010634758 |

Tabell 9.40

Ålderintervall 11-15, Dag 1

| | |
|---------------------|-------------|
| t Stat | -0,06429995 |
| P(T<=t) one-tail | 0,474578972 |
| t Critical one-tail | 1,697260887 |
| P(T<=t) two-tail | 0,949157944 |
| t Critical two-tail | 2,042272456 |

Tabell 9.41

Åldersintervall 11-15, Dag 30

| | |
|---------------------|-------------|
| - | |
| t Stat | 0,930949797 |
| P(T<=t) one-tail | 0,17965555 |
| t Critical one-tail | 1,697260887 |
| P(T<=t) two-tail | 0,3593111 |
| t Critical two-tail | 2,042272456 |

Tabell 9.42

| <i>Åldersintervall 11-15, 6 månader</i> | | <i>Åldersintervall 16+, Dag 30</i> |
|-----------------------------------------|-------------|------------------------------------|
| t Stat | 0,203443201 | -2,15637992 |
| P(T<=t) one-tail | 0,42008116 | 0,020645088 |
| t Critical one-tail | 1,697260887 | 1,71088208 |
| P(T<=t) two-tail | 0,840162319 | 0,041290176 |
| t Critical two-tail | 2,042272456 | 2,063898562 |
| Tabell 9.43 | | Tabell 9.47 |

| <i>Åldersintervall 11-15, 1 år</i> | - | <i>Åldersintervall 16+, 6 månader</i> |
|------------------------------------|-------------|---------------------------------------|
| t Stat | 0,798040514 | -0,40827752 |
| P(T<=t) one-tail | 0,215559695 | 0,34334485 |
| t Critical one-tail | 1,697260887 | 1,71088208 |
| P(T<=t) two-tail | 0,43111939 | 0,686689699 |
| t Critical two-tail | 2,042272456 | 2,063898562 |
| Tabell 9.44 | | Tabell 9.48 |

| <i>Åldersintervall 11-15, 3 år</i> | | <i>Åldersintervall 16+, 1 år</i> |
|------------------------------------|-------------|----------------------------------|
| t Stat | 0,720477699 | -0,28624778 |
| P(T<=t) one-tail | 0,238403865 | 0,388572371 |
| t Critical one-tail | 1,697260887 | 1,71088208 |
| P(T<=t) two-tail | 0,47680773 | 0,777144742 |
| t Critical two-tail | 2,042272456 | 2,063898562 |
| Tabell 9.45 | | Tabell 9.49 |

| <i>Åldersintervall 16+, Dag 1</i> | | <i>Åldersintervall 16+, 3 år</i> |
|-----------------------------------|-------------|----------------------------------|
| t Stat | 1,59913401 | -0,56805586 |
| P(T<=t) one-tail | 0,061437096 | 0,287636853 |
| t Critical one-tail | 1,71088208 | 1,71088208 |
| P(T<=t) two-tail | 0,122874191 | 0,575273706 |
| t Critical two-tail | 2,063898562 | 2,063898562 |
| Tabell 9.46 | | Tabell 9.50 |

| <i>Alla bolag 1 dag</i> | |
|-------------------------|-------------|
| t Stat | 2,581962592 |
| P(T<=t) one-tail | 0,005245626 |
| t Critical one-tail | 1,652005156 |
| P(T<=t) two-tail | 0,010491251 |
| t Critical two-tail | 1,971111258 |

| <i>Alla 6 månader</i> | |
|-----------------------|-------------|
| t Stat | -0,32929472 |
| P(T<=t) one-tail | 0,371127497 |
| t Critical one-tail | 1,652005156 |
| P(T<=t) two-tail | 0,742254993 |
| t Critical two-tail | 1,971111258 |

| <i>Alla bolag 30 dagar</i> | |
|----------------------------|-------------|
| t Stat | -0,21857684 |
| P(T<=t) one-tail | 0,413594002 |
| t Critical one-tail | 1,652005156 |
| P(T<=t) two-tail | 0,827188004 |
| t Critical two-tail | 1,971111258 |

| <i>Alla 1 år</i> | |
|---------------------|-------------|
| t Stat | -1,66519713 |
| P(T<=t) one-tail | 0,048668355 |
| t Critical one-tail | 1,652005156 |
| P(T<=t) two-tail | 0,097336709 |
| t Critical two-tail | 1,971111258 |

| <i>Alla 3 år</i> | |
|---------------------|-------------|
| t Stat | -1,58993001 |
| P(T<=t) one-tail | 0,056663395 |
| t Critical one-tail | 1,652005156 |
| P(T<=t) two-tail | 0,11332679 |
| t Critical two-tail | 1,971111258 |

Bilaga 5: Underlag till kvantitativ empiri

| Signifikans | 1 dag | 30 dagar | 6 månader | 1 år | 3 år |
|----------------------|-------|----------|-----------|------|------|
| Nasdaq OMX Stockholm | i.s | * | i.s | i.s | i.s |
| NGM Equity | i.s | i.s | i.s | i.s | i.s |
| First North | i.s | i.s | i.s | ** | i.s |
| Aktietorget | ** | i.s | i.s | i.s | i.s |
| | | | | | |
| New Economy | * | i.s | i.s | i.s | i.s |
| Old Economy | * | i.s | i.s | i.s | ** |
| | | | | | |
| 0-5 år | ** | i.s | i.s | i.s | ** |
| 6-10 år | i.s | i.s | i.s | i.s | i.s |
| 11-15 år | i.s | i.s | i.s | i.s | i.s |
| 16+ år | i.s | * | i.s | i.s | i.s |

| Aktietorget | 1 Dag | 30 Dagar | 6 Månader | 1 År | 3 År |
|-------------------------------------|---------|----------|-----------|----------|----------|
| Genomsnittlig över-/underavkastning | 17,24% | 3,70% | -7,32% | -10,14% | -20,19% |
| Min. värde | -60,00% | -72,98% | -95,62% | -139,48% | -152,11% |
| Max. värde | 240,00% | 234,27% | 330,46% | 295,00% | 321,69% |
| Stdav. | 48,51% | 47,98% | 76,41% | 81,19% | 107,74% |

| First North | 1 Dag | 30 Dagar | 6 Mån | 1 År | 3 År |
|-------------------------------------|---------|----------|---------|---------|----------|
| Genomsnittlig över-/underavkastning | 5,88% | -6,15% | 4,18% | -19,79% | -3,01% |
| Min. värde | -26,62% | -36,74% | -73,80% | -68,39% | -132,30% |
| Max. värde | 60,00% | 41,16% | 233,00% | 86,16% | 308,01% |

En investerares tidsperspektiv på nyintroduktioner - En studie om placeringshorisont på svenska marknadsplatser

Författare: Fredrika Bengtsson, Victor Billing, Lovisa Falkenberg, Ludwig Övald-Appelblad

| | | | | | |
|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| Stdav. | 18,82% | 18,14% | 73,07% | 36,35% | 106,29% |
|--------|--------|--------|--------|--------|---------|

| Nasdaq OMX Stockholm | 1 Dag | 30 Dagar | 6 Mån | 1 År | 3 År |
|-------------------------------------|---------|----------|---------|---------|---------|
| Genomsnittlig över-/underavkastning | -0,52% | -4,43% | 5,42% | 12,97% | 0,67% |
| Min. värde | -23,21% | -15,15% | -26,78% | -35,23% | -67,73% |
| Max. värde | 12,69% | 6,95% | 58,83% | 72,59% | 74,13% |
| Stdav. | 8,88% | 6,02% | 26,87% | 33,26% | 50,17% |

| NGM Equity | 1 Dag | 30 Dagar | 6 Mån | 1 År | 3 År |
|-------------------------------------|---------|----------|---------|----------|----------|
| Genomsnittlig över-/underavkastning | -6,25% | -14,08% | 1,72% | -41,85% | -57,79% |
| Min. värde | -36,36% | -45,06% | -66,76% | -114,71% | -147,62% |
| Max. värde | 38,33% | 54,31% | 215,43% | 201,12% | 47,83% |
| Stdav. | 27,80% | 35,70% | 106,62% | 121,61% | 69,43% |

| New Economy | 1 Dag | 30 Dagar | 6 Mån | 1 År | 3 År |
|-------------------------------------|---------|----------|---------|----------|----------|
| Genomsnittlig över-/underavkastning | 15,19% | -3,64% | -8,72% | -14,52% | 6,33% |
| Min. värde | -60,00% | -72,98% | -95,62% | -139,48% | -152,11% |
| Max. värde | 240,00% | 234,27% | 309,84% | 295,00% | 321,69% |
| Stdav. | 49,98% | 42,56% | 73,75% | 79,35% | 115,55% |

| Old Economy | 1 Dag | 30 Dagar | 6 Mån | 1 År | 3 År |
|-------------------------------------|-------|----------|-------|--------|---------|
| Genomsnittlig över-/underavkastning | 7,27% | 1,46% | 2,85% | -8,76% | -32,57% |

| | | | | | |
|------------------|---------|---------|---------|----------|----------|
| /underavkastning | | | | | |
| Min. värde | -46,84% | -57,19% | -73,80% | -110,21% | -132,30% |
| Max. värde | 133,33% | 120,10% | 330,46% | 265,93% | 308,01% |
| Stdav. | 26,98% | 34,68% | 71,27% | 63,41% | 82,24% |

| 0-5 år | 1 Dag | 30 Dagar | 6 Mån | 1 År | 3 År |
|-------------------------------------|--------------|-----------------|--------------|-------------|-------------|
| Genomsnittlig över-/underavkastning | 18,76% | -2,33% | 1,07% | -8,83% | -31,11% |
| Min. värde | -28,74% | -72,98% | -94,14% | -121,87% | -133,39% |
| Max. värde | 240,00% | 120,10% | 330,46% | 295,00% | 198,02% |
| Stdav. | 44,40% | 37,18% | 87,36% | 80,31% | 84,00% |

| 6-10 år | 1 Dag | 30 Dagar | 6 Mån | 1 År | 3 År |
|-------------------------------------|--------------|-----------------|--------------|-------------|-------------|
| Genomsnittlig över-/underavkastning | -3,73% | 7,59% | -12,75% | -21,73% | -10,62% |
| Min. värde | -60,00% | -60,80% | -95,62% | -139,48% | -152,11% |
| Max. värde | 80,00% | 234,27% | 166,47% | 233,89% | 321,69% |
| Stdav. | 25,77% | 55,89% | 55,46% | 74,72% | 119,01% |

| 11-15 år | 1 Dag | 30 Dagar | 6 Mån | 1 År | 3 År |
|------------------------------------|--------------|-----------------|--------------|-------------|-------------|
| Genomsnittlig över/underavkastning | -0,35% | -4,16% | 3,41% | -10,69% | 24,76% |
| Min. värde | -48,00% | -45,07% | -60,17% | -109,96% | -132,30% |
| Max. värde | 44,00% | 34,66% | 233,00% | 86,16% | 308,01% |
| Stdav. | 21,73% | 17,86% | 67,09% | 53,56% | 137,47% |

En investerares tidsperspektiv på nyintroduktioner - En studie om placeringshorisont på svenska marknadsplatser

Författare: Fredrika Bengtsson, Victor Billing, Lovisa Falkenberg, Ludwig Övald-Appelblad

| 16+ år | 1 Dag | 30 Dagar | 6 Mån | 1 År | 3 År |
|-------------------------------------|---------|----------|---------|---------|---------|
| Genomsnittlig över-/underavkastning | 19,36% | -6,50% | -3,15% | -2,42% | -7,77% |
| Min. värde | -23,21% | -23,23% | -42,91% | -43,48% | -67,73% |
| Max. värde | 133,33% | 9,12% | 58,83% | 68,812% | 76,04% |
| Stdav. | 43,65% | 10,86% | 27,78% | 30,44% | 49,29% |

Bilaga 6: Företag som medverkar i studien

| FÖRETAG | ÅR | MARKNADSPLATS | Branschtillhörighet | Åldersin-tervall | 1 Dag | 30 dagar | 6 månader | 1 år | 3 år |
|---------------------------------------|------|------------------|---------------------|------------------|----------|----------|-----------|----------|----------|
| Abelco AB | 2011 | Aktietorget | Old Economy | 0-5 | 13,33% | 36,43% | 12,71% | 5,70% | -77,68% |
| AdTail AB | 2009 | Aktietorget | New Economy | 0-5 | -2,50% | -72,98% | -85,70% | -100,36% | -123,83% |
| Agrokultura AB | 2009 | First North | Old Economy | 0-5 | 44,75% | -20,88% | -27,41% | -57,96% | -71,47% |
| ALM Equity AB | 2012 | First North | Old Economy | 11-15 | 3,24% | -5,74% | -13,86% | 8,95% | 308,01% |
| Arise Windpower AB | 2010 | Nasdaq Stockholm | Old Economy | 16+ | -2,27% | -12,08% | -26,78% | -28,99% | -67,73% |
| AroCell AB | 2011 | Aktietorget | New Economy | 11-15 | 3,12% | 34,66% | 24,63% | 20,52% | 166,86% |
| Avega Group AB | 2007 | First North | New Economy | 6-10 | 7,78% | -5,72% | 1,17% | 17,77% | 25,18% |
| AVTECH Sweden AB | 2012 | First North | New Economy | 11-15 | 16,67% | -12,06% | -30,82% | -33,90% | 58,20% |
| Bahnhof AB | 2007 | Aktietorget | New Economy | 11-15 | 44,00% | 3,25% | -20,51% | -0,09% | 168,17% |
| Biotech-IgG AB | 2005 | NGM Equity | New Economy | 6-10 | -100,00% | -14,48% | -15,71% | -71,70% | -53,45% |
| Botnia Exploration AB | 2009 | Aktietorget | Old Economy | 0-5 | 28,57% | -19,07% | -50,50% | 39,20% | -101,15% |
| Boule Diagnostics AB | 2011 | Nasdaq Stockholm | New Economy | 11-15 | 0,00% | -10,08% | -25,32% | -7,44% | -19,73% |
| Byggmax Group AB | 2010 | Nasdaq Stockholm | Old Economy | 6-10 | 5,43% | -3,87% | 4,39% | 7,85% | -37,10% |
| Caperio Holding AB | 2005 | First North | New Economy | 0-5 | 5,56% | -12,92% | -39,74% | -68,39% | -91,13% |
| Catering Please i Skandinavien AB | 2007 | Aktietorget | Old Economy | 6-10 | -10,00% | 15,85% | 7,01% | -7,00% | -69,25% |
| Caucasus Oil AB | 2009 | Aktietorget | Old Economy | 0-5 | 0,00% | -57,19% | -66,76% | -72,75% | -85,75% |
| Cefour Wine & Beverage Partihandel AB | 2011 | Aktietorget | Old Economy | 0-5 | 44,44% | -30,33% | -41,42% | -78,33% | -89,69% |
| Challenger Mobile AB | 2010 | Aktietorget | New Economy | 6-10 | -60,00% | -49,73% | -95,03% | -88,73% | -110,58% |
| Cherry AB | 2006 | Aktietorget | New Economy | 16+ | 92,68% | -23,23% | -42,91% | 2,38% | 8,40% |
| Clinical Laserthermia Systems AB | 2009 | Aktietorget | New Economy | 0-5 | 14,06% | -11,23% | -76,95% | -66,02% | -21,64% |
| Copperstone Resources AB | 2007 | Aktietorget | Old Economy | 0-5 | 17,33% | 84,24% | 6,07% | -37,33% | 188,57% |
| Comfort Window System AB | 2009 | Aktietorget | Old Economy | 6-10 | 21,43% | -23,88% | -61,63% | -32,57% | -119,68% |
| CybAero AB | 2007 | First North | Old Economy | 0-5 | -26,62% | -5,30% | -37,17% | -48,26% | -69,37% |

| | | | | | | | | | |
|------------------------------|------|------------------|-------------|-------|---------|---------|---------|----------|----------|
| Deltaco AB | 2011 | First North | New Economy | 16+ | 21,28% | -17,54% | -11,45% | -8,06% | 76,04% |
| Devicom AB | 2007 | Aktietorget | New Economy | 0-5 | -2,00% | -14,48% | -35,29% | -21,34% | -36,79% |
| DGC One AB | 2008 | Nasdaq Stockholm | New Economy | 6-10 | 12,12% | -5,50% | 0,14% | 9,79% | 68,36% |
| Dome Energy AB | 2006 | NGM Equity | Old Economy | 6-10 | -25,00% | -14,05% | -40,27% | -110,21% | -78,76% |
| EasyFill AB | 2007 | Aktietorget | Old Economy | 0-5 | 37,78% | 53,01% | -19,15% | 4,07% | -61,11% |
| Ecomb AB | 2011 | Aktietorget | Old Economy | 16+ | 133,33% | -17,97% | -38,16% | -39,16% | -58,37% |
| EcoRub AB | 2010 | Aktietorget | Old Economy | 16+ | 0,00% | -4,56% | -25,18% | -43,48% | -47,47% |
| Electra Gruppen AB | 2006 | First North | Old Economy | 16+ | 14,00% | 9,12% | -0,53% | 3,57% | -6,37% |
| Endomines AB | 2007 | First North | Old Economy | 0-5 | 7,97% | -9,92% | -32,08% | -18,64% | 19,16% |
| Enzymatica AB | 2011 | Aktietorget | New Economy | 0-5 | 117,65% | -38,42% | -2,37% | 41,32% | 34,60% |
| Eolus Vind AB | 2009 | First North | Old Economy | 16+ | 2,57% | 1,02% | -7,03% | -9,33% | -38,19% |
| EDI Company AB | 2008 | Aktietorget | Old Economy | 0-5 | -7,00% | 2,95% | 30,10% | -30,61% | -91,20% |
| Eurocine Vaccines AB | 2006 | Aktietorget | New Economy | 6-10 | 5,21% | 234,27% | 166,47% | 233,89% | 321,69% |
| Eurocon Consulting | 2007 | Aktietorget | Old Economy | 0-5 | -1,13% | -10,48% | 2,60% | -39,94% | 22,12% |
| Forshem Group AB | 2006 | First North | Old Economy | 16+ | 2,88% | -9,12% | 15,35% | -16,65% | -41,85% |
| Fundior AB | 2007 | Aktietorget | Old Economy | 0-5 | 2,22% | -29,64% | -71,65% | -56,63% | -99,18% |
| FX International AB | 2011 | Aktietorget | Old Economy | 0-5 | 3,73% | -17,19% | -31,59% | -24,65% | -105,83% |
| Guideline Oil | 2005 | NGM Equity | Old Economy | 0-5 | 38,33% | -37,50% | -22,23% | -50,80% | -10,33% |
| Gullberg & Jansson AB | 2012 | Aktietorget | Old Economy | 6-10 | 11,25% | -19,67% | -42,83% | -54,08% | -73,62% |
| H1 Communication AB | 2008 | Aktietorget | Old Economy | 0-5 | 16,94% | -11,68% | -17,51% | -0,96% | -106,03% |
| Hakon Invest AB | 2005 | Nasdaq Stockholm | Old Economy | 16+ | -0,83% | 6,95% | 26,61% | 68,81% | 39,21% |
| Hammarby Bandy AB | 2008 | Aktietorget | Old Economy | 0-5 | 10,00% | -1,85% | 12,76% | -27,07% | -64,04% |
| Hemtex AB | 2005 | Nasdaq Stockholm | Old Economy | 16+ | -23,21% | 0,48% | 58,83% | 23,82% | -21,10% |
| HMS Networks AB | 2007 | Nasdaq Stockholm | New Economy | 0-5 | -1,35% | -5,63% | -9,83% | 40,47% | 43,63% |
| Homemaid Hemservice AB | 2005 | Aktietorget | Old Economy | 6-10 | -46,84% | 86,16% | 68,62% | 73,49% | 59,15% |
| mmunicum AB | 2013 | First North | New Economy | 11-15 | -0,12% | -6,27% | 233,00% | 86,16% | 281,22% |
| ndustrade AB | 2005 | Nasdaq Stockholm | Old Economy | 16+ | 12,69% | 2,48% | 11,22% | 28,18% | 74,13% |
| ncera AB | 2011 | First North | New Economy | 0-5 | -21,43% | -16,47% | -22,69% | -56,06% | -49,51% |
| Carolinska Development AB | 2011 | Nasdaq Stockholm | New Economy | 0-5 | 0,00% | -9,84% | -21,48% | -35,23% | -59,16% |
| Koggbron Fastigheter AB | 2011 | Aktietorget | New Economy | 6-10 | 0,00% | -2,66% | 16,95% | -63,24% | -51,76% |
| Latvian Forest Company AB | 2012 | Aktietorget | Old Economy | 0-5 | -10,00% | 10,98% | 8,15% | -8,32% | -40,27% |
| Mabi Rent AB | 2010 | Aktietorget | Old Economy | 0-5 | -1,67% | -10,10% | -20,48% | 10,43% | -43,51% |
| Mackmyra Svensk Whisky AB | 2011 | First North | Old Economy | 11-15 | -13,08% | -12,04% | -26,87% | -49,63% | -132,30% |
| Mavshack AB | 2008 | Aktietorget | New Economy | 0-5 | 0,00% | -4,79% | -68,21% | -99,93% | -133,39% |
| MaxEquity AB | 2006 | Aktietorget | Old Economy | 0-5 | -25,00% | -14,45% | -64,95% | -91,01% | -83,67% |
| Medfield Diagnostics AB | 2012 | Aktietorget | New Economy | 6-10 | -5,13% | 11,78% | 5,67% | 54,29% | 262,97% |
| MedicPen AB | 2006 | Aktietorget | New Economy | 6-10 | 6,67% | 20,60% | -19,33% | -4,27% | -75,56% |
| MediRätt AB | 2011 | Aktietorget | New Economy | 0-5 | -1,52% | -13,97% | 0,15% | 27,37% | -96,58% |
| Micropos Medical AB | 2009 | Aktietorget | New Economy | 6-10 | 6,22% | -11,78% | -35,44% | -65,67% | -98,30% |

En investerares tidsperspektiv på nyintroduktioner - En studie om placeringshorisont på svenska marknadsplatser

Författare: Fredrika Bengtsson, Victor Billing, Lovisa Falkenberg, Ludwig Övald-Appelblad

| | | | | | | | | | |
|------------------------------------------|------|------------------|-------------|-------|---------|---------|---------|----------|----------|
| Mineral Invest International MII AB | 2009 | Aktietorget | Old Economy | 0-5 | -10,00% | 119,53% | 330,46% | 265,93% | -74,90% |
| Viris Holding AB | 2006 | Aktietorget | Old Economy | 0-5 | -28,74% | -17,51% | 81,27% | 149,82% | -5,27% |
| Voberg Derma AB | 2011 | Nasdaq Stockholm | New Economy | 0-5 | -1,03% | -15,15% | -3,14% | 20,12% | 1,72% |
| MQ Holding AB | 2010 | Nasdaq Stockholm | Old Economy | 0-5 | -11,67% | -3,61% | -19,37% | -30,87% | -61,71% |
| VAXS Nordic Access Buyout Fund AB | 2007 | First North | Old Economy | 0-5 | -0,75% | -7,06% | -5,66% | -3,09% | 3,11% |
| Net Gaming Europe AB | 2009 | Aktietorget | New Economy | 0-5 | 0,00% | -34,78% | -51,37% | -47,12% | -82,05% |
| NeuroVive Pharmaceutical AB | 2008 | Aktietorget | New Economy | 6-10 | 0,00% | 7,22% | -7,53% | 15,52% | 195,82% |
| Nordic Electronic Procurement Systems AB | 2005 | Aktietorget | New Economy | 11-15 | 20,00% | 1,01% | -42,25% | -109,96% | -66,73% |
| Novus Group International AB | 2007 | Aktietorget | New Economy | 6-10 | -14,05% | -12,83% | -52,70% | -45,32% | 4,15% |
| Odd Molly International AB | 2007 | First North | Old Economy | 0-5 | 60,00% | 37,96% | 219,82% | 40,06% | 141,54% |
| Orexo AB | 2005 | Nasdaq Stockholm | New Economy | 11-15 | -0,06% | -5,16% | 48,25% | 6,35% | -34,79% |
| Panaxia AB | 2006 | NGM Equity | Old Economy | 0-5 | 15,38% | 54,31% | 215,43% | 201,12% | 47,83% |
| Parans Solar Lightning AB | 2010 | Aktietorget | Old Economy | 6-10 | -9,50% | -18,62% | -55,08% | -34,48% | -49,33% |
| PharmaLundensis AB | 2010 | Aktietorget | New Economy | 0-5 | 74,89% | -28,06% | -39,21% | -26,60% | 198,02% |
| Polyplank | 2005 | NGM Equity | Old Economy | 11-15 | -36,36% | -45,06% | -60,17% | -104,83% | -104,37% |
| Railcare Group AB | 2007 | Aktietorget | Old Economy | 0-5 | 38,46% | -14,29% | -12,82% | 3,06% | -48,23% |
| Recyctec Holding AB | 2013 | Aktietorget | Old Economy | 0-5 | 34,18% | 120,10% | 53,73% | 52,14% | 192,20% |
| Redbet Holding AB | 2006 | First North | Old Economy | 0-5 | -14,66% | -36,75% | -65,19% | -34,56% | 8,00% |
| Respiratorius AB | 2012 | Aktietorget | New Economy | 11-15 | -48,00% | 0,42% | 1,58% | 24,56% | -9,56% |
| Safe at Sea AB | 2008 | Aktietorget | Old Economy | 0-5 | 20,83% | -18,08% | -15,39% | -3,36% | -101,68% |
| Scandbook Holding AB | 2010 | First North | Old Economy | 0-5 | -2,59% | -13,46% | -73,80% | -58,40% | -97,88% |
| Seamless Distribution AB | 2006 | First North | New Economy | 0-5 | 17,30% | -34,84% | -31,13% | -61,50% | 7,60% |
| SensoDetect AB | 2009 | Aktietorget | New Economy | 0-5 | -8,00% | -0,28% | 309,84% | 295,00% | 153,31% |
| Senzime AB | 2008 | Aktietorget | New Economy | 6-10 | 6,27% | 34,55% | 0,35% | -10,57% | -43,55% |
| SJR in Scandinavia AB | 2007 | First North | Old Economy | 11-15 | 19,41% | -13,06% | -21,38% | -8,70% | -16,12% |
| SnoWolverine AB | 2009 | Aktietorget | Old Economy | 0-5 | 49,70% | 16,56% | -9,28% | -9,66% | -46,31% |
| Sportjohan AB | 2010 | Aktietorget | Old Economy | 0-5 | 11,11% | -1,96% | -49,20% | -77,54% | -119,42% |
| Star Vault AB | 2007 | Aktietorget | New Economy | 0-5 | 21,67% | -49,62% | 15,00% | 50,16% | 41,51% |
| Svensk Internetrekrytering AB | 2006 | First North | Old Economy | 0-5 | 30,00% | 41,16% | 130,13% | -67,12% | -69,64% |
| Svenska Capital Oil AB | 2007 | First North | Old Economy | 11-15 | 0,83% | 26,55% | -0,52% | 11,99% | -78,19% |
| Systemair AB | 2007 | Nasdaq Stockholm | Old Economy | 16+ | 0,00% | 0,14% | 3,36% | 6,12% | 29,61% |
| Tigran Technologies AB | 2008 | Aktietorget | New Economy | 6-10 | 80,00% | -60,80% | -95,62% | -139,48% | -152,11% |
| Transferator AB | 2007 | Aktietorget | New Economy | 0-5 | 150,00% | 25,77% | -54,56% | -58,30% | -62,58% |

| | | | | | | | | | |
|--------------------------------------|------|------------------|-------------|-------|---------|---------|---------|----------|----------|
| Transmode Holding AB | 2011 | Nasdaq Stockholm | New Economy | 11-15 | 2,83% | -1,14% | 29,04% | 72,59% | 54,00% |
| Traveas AB/EverySport | 2009 | Aktietorget | New Economy | 6-10 | -15,00% | 13,25% | -57,05% | -89,14% | -43,37% |
| True Heading AB | 2010 | Aktietorget | New Economy | 6-10 | -36,17% | 51,01% | -17,64% | -17,86% | 2,82% |
| Twant AB/Towork | 2007 | Aktietorget | New Economy | 0-5 | 1,67% | -20,01% | -3,93% | -15,48% | -87,34% |
| Wayfinder Systems | 2005 | NGM Equity | New Economy | 6-10 | -14,84% | -27,69% | -66,76% | -114,71% | -147,63% |
| Vendor AB | 2010 | Aktietorget | Old Economy | 6-10 | -8,89% | -8,09% | 61,19% | -14,64% | -57,86% |
| WeSC AB | 2008 | First North | Old Economy | 6-10 | 4,76% | -5,44% | 11,83% | 7,71% | 56,34% |
| West International AB | 2007 | First North | Old Economy | 16+ | -1,43% | -20,13% | -4,24% | -18,63% | -47,25% |
| Winovo AB | 2007 | First North | Old Economy | 0-5 | -1,51% | 4,58% | -6,62% | -4,05% | -77,82% |
| WntResearch AB | 2010 | Aktietorget | New Economy | 0-5 | 24,17% | 38,98% | 29,50% | -12,71% | 95,86% |
| Wonderful Times Group AB | 2008 | Aktietorget | New Economy | 0-5 | 240,00% | -0,66% | -94,14% | -121,87% | -131,44% |
| World Class Seagull International AB | 2008 | First North | Old Economy | 11-15 | -1,82% | -21,16% | -15,91% | -33,33% | -94,94% |
| ZetaDisplay AB | 2011 | First North | New Economy | 11-15 | -16,25% | -0,62% | -24,29% | -54,23% | -83,52% |