

Är en börsnotering en lönsam investering?

En studie om finska börsnoteringars avkastning på kort och lång sikt

Viktor Bäckmark

EXAMENSARBETE	
Arcada	
Utbildningsprogram:	Företagsekonomi
Identifikationsnummer:	
Författare:	Viktor Bäckmark
Arbetets namn:	Är en börsnotering en lönsam investering?
Handledare (Arcada):	Anna Wehren
Uppdragsgivare:	
<p>Sammandrag:</p> <p>Syftet med denna studie är att analysera finska börsnoteringars prestanda samt deras lönsamhet som investeringar. För studiens ändamål kommer sju finska börsnoteringars kort- och långsiktiga prestanda att undersökas. Även börsnoteringarnas ekonomiska lönsamhet som investeringar kommer att undersökas. Börsnoteringarnas prestanda kommer att jämföras med den finska marknaden, där målet är att avgöra ifall en investering i den finska marknaden i form av ett index förser en investerare med en bättre avkastning. Den årliga och den kumulativa avkastningen, samt volatiliteten för tillgångarna, kommer att beräknas för att kunna jämföra börsnoteringarna med den finska marknaden. Materialet för börsnoteringarna kommer att samlas in och bearbetas med hjälp av kvantitativa forskningsmetoder. Samplet består av sju finska börsnoteringar från en mängd olika sektorer och industrier, vilket gör att samplet representerar den finska marknaden på ett godtagbart sätt. Studiens resultat påvisar att finska börsnoteringar presterar rätt så bra på kort sikt, det vill säga efter ett år på marknaden. På lång sikt, det vill säga efter fem år på marknaden, har börsnoteringarna presterat rätt så bra, men det finska marknadsindexet har sina fördelar. Som helhet lyckades börsnoteringarna prestera bättre, men som individuella investeringar verkar de inte vara ekonomiskt lönsamma. Då det kommer till volatilitet har indexet en klar fördel, vilket gör indexet till en mer säker och förutsägbar investering. Målet med studien är inte att fungera som placeringsråd, utan att ge läsaren en uppfattning om börsnoteringarnas lönsamhet som investeringar. Studien väntas kunna vägleda investerare som har planerat att investera i börsnoteringar, samt hjälpa dem fatta faktabaserade beslut och samtidigt undvika risker.</p>	
Nyckelord:	Börsnotering, investering, aktier, volatilitet, avkastning, indexfond
Sidantal:	47
Språk:	Svenska
Datum för godkännande:	

DEGREE THESIS	
Arcada	
Degree Programme:	Företagsekonomi
Identification number:	
Author:	Viktor Bäckmark
Title:	Är en börsnotering en lönsam investering?
Supervisor (Arcada):	Anna Wehren
Commissioned by:	
Abstract:	
<p>This thesis will study the short- and long-term performance of seven Finnish initial public offerings. The thesis will focus on the profitability of these initial public offerings to determine if these are valuable investments, or if an investment in an index fund tracking the Finnish stock market would be more profitable. Both the annual and cumulative returns will be calculated to analyze the performance of the initial public offerings. The volatility of the assets will also be calculated to give the reader a better understanding of the uncertainty surrounding these investments. Quantitative research methods will be used in this thesis. The short-term period for the study will be one year after going public while the long-term period will be five years after going public. The results show that Finnish initial public offerings do tend to outperform the index in the short-term. They also outperformed the index as a long-term investment, but this was due to some companies performing extremely well. The index did however perform better if you consider the initial public offerings as individual investments, and not as a whole. The Finnish index performed better when it came to volatility, making it a safer investment overall. The results and the conclusions of the thesis should not be used as financial advice, it should function as a guideline for investors looking to invest in Finnish initial public offerings. The results and conclusions should help the investor make fact-based decisions regarding potential investments, while avoiding unnecessary risk.</p>	
Keywords:	Initial public offering, IPO, investing, stocks, volatility, return, index fund
Number of pages:	47
Language:	Swedish
Date of acceptance:	

INNEHÅLL

1	INLEDNING	7
1.1	Problemformulering	8
1.2	Syfte	8
1.3	Avgränsningar	9
1.4	Definitioner	9
2	TEORI	10
2.1	Börsnoteringen	10
2.1.1	<i>Motiv till börsnotering</i>	10
2.1.2	<i>Nackdelar med börsnotering</i>	11
2.1.3	<i>Börsnoteringen på marknaden</i>	12
2.1.4	<i>Börsnoteringen i Finland</i>	13
2.2	Hypotesen om effektiva marknader	14
2.3	Underprissatta börsnoteringar	15
2.3.1	<i>Asymmetrisk information</i>	15
2.3.2	<i>Kontroll och ägarskap</i>	16
2.3.3	<i>Institutionella orsaker</i>	17
2.4	Tidigare studier	18
2.4.1	<i>The Long-Run Performance of Initial Public Offerings (1991)</i>	18
2.4.2	<i>The winner's curse, legal liability, and the long run price performance of initial public offerings in Finland (1993)</i>	19
3	METOD	20
3.1	Kvantitativ undersökning	20
3.2	Data	20
3.2.1	<i>Insamling och val av data</i>	20
3.2.2	<i>Samplet</i>	22
3.2.3	<i>Validitet och reliabilitet</i>	23
4	RESULTAT	24
4.1	Samplet	24
4.2	Börsnoteringarna	25
4.3	Indexet och jämförelse	28
5	DISKUSSION	33
5.1	Resultatdiskussion	33
5.2	Metoddiskussion	35

6	SLUTSATSER	35
6.1	Studiens begränsningar	38
6.2	Förslag till fortsatt forskning	38
	KÄLLOR	39
	BILAGOR	46

Figurer

Figur 1. Total avkastning för en aktie.....	21
Figur 2. Avkastning för OMXHGI.....	28
Figur 3. Börsnoteringarnas avkastning.....	31

Tabeller

Tabell 1. Bolag som valts för samplet.....	25
Tabell 2. Börsnoteringarnas kurser med dividender.....	25
Tabell 3. Börsnoteringarnas kumulativa avkastning.....	26
Tabell 4. Volatilitet för aktierna.....	27
Tabell 5. Volatilitet för OMXHGI.....	29
Tabell 6. Antal gånger bolagen har presterat bättre än indexet.....	30
Tabell 7. Sammanfattning av resultaten.....	32

1 INLEDNING

Att investera pengar på aktiemarknaden kan vara invecklat för personer som inte tidigare investerat. Det har visat sig att investerare i medeltal presterar sämre än marknaden, både före och efter att transaktionskostnader tas i beaktande (Barber & Odean 2013 s. 1535). Aktiemarknaden erbjuder en rad olika produkter med olika egenskaper, och det kan vara svårt för en ny investerare att urskilja produkterna som erbjuds. Ifall en investerare inte har den kunskap som krävs, kan det leda till förluster. Vissa produkter är relativt enkla medan vissa är mer komplicerade. Produkten denna studie kommer behandla är aktien, mer specifikt börsnoteringen.

En börsnotering, mera känt som en IPO (Initial Public Offering), innebär att ett bolag noteras på börsen (U.S. Securities and Exchange Commission 2013 s. 1–2). Då ett bolag är noterat på börsen kan allmänheten köpa och sälja aktier i bolaget. Då en investerare köper en aktie i ett bolag, köper investeraren en del av bolaget. Detta innebär att investeraren äger en del av bolaget, även om det är frågan om en liten andel. Varför väljer då bolag att notera sig på börsen? Två av de största orsakerna sägs vara finansiering och en möjlighet för bolagets grundare att kunna sälja sina aktier (Ritter & Welch 2002 s. 1796). Enligt Ritter och Welch kan ökad publicitet även ses som en orsak för ett bolag att notera sig på börsen.

Börsnoteringar är kända för att prestera bra under de första dagarna. År 2020 var avkastningen på amerikanska börsnoteringar cirka 36 % under den första dagen (Statista 2022a). I en studie från 1991 undersökte Jay Ritter ett sampel på cirka 1500 börsnoteringar mellan 1975 och 1984. Studien fann att medelavkastningen under de tre första åren låg på omkring 34 % (Ritter 1991 s. 3–4). Dessa avkastningar har observerats på den amerikanska börsen, men hur ser det ut på den finska marknaden? Ifall liknande avkastningar kan observeras på den finska marknaden, hur utvecklas då avkastningarna längs med åren? Dessa är frågor som kommer att undersökas i denna studie.

1.1 Problemformulering

Som nämnts ovan har börsnoteringar i USA en tendens att prestera bra under de första åren (Ritter 1991 s. 3–4). Det kan i sådana fall vara lockande för en investerare att investera i börsnoteringen, utan att ta i beaktande potentiella risker. Dyliga avkastningar som de som presenterades i det föregående kapitlet är varken vanliga eller hållbara. Eftersom avkastningarna inte är normala, kan det vara svårt att förutspå hur det noterade bolaget kommer att prestera framöver. Det kan undantagsvis vara frågan om ett robust bolag som länge varit aktivt och bestämt sig för att börsnotera. I sådana fall kan investeraren med större säkerhet förutspå bolagets prestanda under de kommande åren. Det är dock inte alltid fallet och investeraren måste vara medveten om vad hen investerar i. Eftersom ett bolag som noterar sig på börsen inte har någon historisk avkastning på börsen, kan det vara svårt att förutspå hur bolaget kommer att prestera under åren. De ovannämnda faktorerna tyder på att en börsnotering kanske inte är en lika stabil investering som till exempel ett välkänt bolag som har handlats på börsen under flera årtionden.

De specifika frågorna studien kommer att besvara är:

- Hur presterar finska börsnoteringar på kort och lång sikt?
- Är det ekonomiskt lönsamt att investera i finska börsnoteringar eller uppnås en bättre avkastning genom att investera i den finska marknaden?

1.2 Syfte

Syftet med studien är att analysera hur finska börsnoteringar presterar. Studien kommer att undersöka finska börsnoteringars avkastning och jämföra dem med avkastningen på den finska marknaden. Syftet med studien är att ge en klar bild över hur finska börsnoteringar presterar och ifall dessa investeringar är lönsamma. Som redan nämnts, har börsnoteringar en tendens att prestera bra på kort sikt. Ifall det också stämmer på den finska marknaden, vad kan då sägas om den långsiktiga prestandan och avkastningen? Det finns en mängd olika faktorer som påverkar en börsnoterings prestanda, och det kan

vara svårt att förutspå en börsnoterings framtida prestanda. Syftet med studien är i stället att skapa en överblick över hur finska börsnoteringar presterar som en helhet jämfört med den finska marknaden. Är en börsnotering i medeltal en lönsammare investering än den finska marknaden? Studien skall kunna fungera som ett hjälpmedel både för de oerfarna investerarna och för de mer rutinerade. Studiens mål är att kunna vägleda investerare som har planerat att investera i börsnoteringar och hjälpa dem fatta faktabaserade beslut och samtidigt undvika risker.

1.3 Avgränsningar

Orsaken till att studien fokuserar på den finska marknaden är att den finska marknaden är relativt liten. Den finska marknads börsvärde låg på omkring 307 miljarder euro i mars år 2021 (Finlands Bank 2021). Den finska marknads storlek är relativt liten jämfört med andra börser runtom i Europa. I januari 2021 låg börsvärdet på Euronext (Europas största börs) på omkring 4,88 biljoner dollar medan London Stock Exchange hade ett börsvärde på omkring 3,67 biljoner dollar (Statista 2022b). Det forskas ofta om de större aktiemarknaderna och det finns redan en mängd kunskap om de stora, internationella marknaderna. Denna studie skulle ha kunnat fokuserat på en större marknad, men ett nytt fenomen det inte förut forskats i skulle knappast ha hittats.

1.4 Definitioner

Avkastning: Pengarna som tjänas till följd av en investering. Brukar presenteras i procent. Skillnaden i värdet på en tillgång från att den är köpt till att den är såld.

Börsnotering: Då ett bolag noterar sig på börsen. Mer känt som en IPO (Initial Public Offering).

Ekonomisk lönsam investering: En lönsam investering syftar i denna studie på en investering som förser en investerare med en bättre avkastning än den finska marknaden.

Investering i den finska marknaden: En investering i ett index som följer den finska marknaden. I studien används OMXHGI indexet.

2 TEORI

I följande kapitel kommer teorier kring börsnoteringar att presenteras. I början av kapitlet förklaras börsnoteringen och hur den fungerar. Kapitlet fortsätter med några centrala teorier kring börsnoteringars underprissättning, vilket leder till att de brukar presteras bra under de första dagarna. Teorikapitlet avslutas med att presentera några tidigare studier inom ämnet. Teorikapitlet skall ge läsaren en bättre uppfattning om börsnoteringar och teorier kring dem.

2.1 Börsnoteringen

Kapitlet kommer att fokusera på börsnoteringen för att ge läsaren en bättre förståelse om ämnet. De grundläggande aspekterna med att notera sig på börsen presenterades i introduktionskapitlet. Kapitlet kommer att gå in på fördelarna och nackdelarna med en börsnotering, samt börsnoteringens plats på marknaden.

2.1.1 Motiv till börsnotering

Vid forskning om börsnoteringar är det viktigt att förstå vad de handlar om och varför de finns till. Varför noterar sig bolag på börsen? Ett av de mest grundläggande motiven till en börsnotering är anskaffning av kapital, vilket kan ses som en av de största fördelarna med att notera sig på börsen. Kapitalanskaffningen togs upp i introduktionskapitlet och ses över lag som en av de största orsakerna till att bolag beslutar sig för att notera på börsen. Bolag kan besluta sig för att notera bolaget om det behövs pengar för, till exempel, ett uppkommande projekt eller en större investering. Då ett bolag väl är noterat på börsen har bolaget det lättare att anskaffa kapital, vilket kan ses som en fördel (Ghonyan 2017 s. 2). Då ett bolag är i behov av extra kapital och bestämmer sig för att sälja fler aktier i bolaget, kallas det för en nyemission (Abdullah & Zaby 2021 s. 1). Ghonyan nämner att ett bolag har det lättare att anskaffa kapital ifall bolaget presterar bra och lyckas bygga upp ett bra rykte på marknaden.

En annan orsak till att bolag noterar sig på börsen är att aktieägarna har möjlighet att sälja sina andelar till andra investerare. Att sälja stora andelar är inte lika lätt då ett bolag inte är börsnoterat och kan ses som en fördel med att notera på börsen (Ritter & Welch 2002 s. 1796). Då ett bolag är noterat på börsen kan aktieägare med en större andel, till exempel storägare eller grundare, relativt snabbt sälja en stor del av aktier på ett smidigt och enkelt sätt. En börsnotering ökar alltså på bolagets likviditet. Ritter och Welch, i likhet med Ghonyan, listar även ett bättre rykte och en ökad prestige som fördelar med att notera. I en studie från 2009 undersöktes 78 bolag från 12 europeiska länder för att undersöka de viktigaste orsakerna till börsnotering. Studien fann visibilitet, kapitalanskaffning, och finansiell flexibilitet som de tre viktigaste orsakerna till att europeiska bolag noterar sig på börsen (Bancel & Mittoo 2009 s. 875).

2.1.2 Nackdelar med börsnotering

En nackdel med att börsnotera är kostnaderna. Det finns en mängd faktorer som påverkar på de totala kostnaderna, och en börsnotering är oftast en dyr process. En studie från 1996 fann att kostnaderna för en börsnotering kan uppgå till 11 % av de totala inkomsterna från en börsnotering (Lee et al. 1996). Processen kan resultera i enorma summor, beroende på börsnoteringens storlek. Det är därför viktigt att göra rätt beslut när det kommer till en börsnotering. Bolaget bör ha en klar vision över bolagets framtida prestation på grund av kostnaderna. Kostnaderna bör vägas mot fördelarna för att kunna ta det rätta beslutet.

Då ett bolag noteras på börsen är bolaget tvunget att öka på transparensen och rapporteringen. Eftersom allmänheten kan köpa andelar i bolaget måste investerarna ha tillgång till bästa möjliga information om bolaget och dess finansiella situation. Den ökade transparensen och rapporteringen ses som en bra sak ur investerarens synvinkel, men ur bolagets synvinkel krävs det fler resurser, både pengar och tid. Då ett bolag noterar sig på börsen ökar även antalet ägare. Att bolaget mister en del av kontrollen kan även ses som en nackdel. Bolagets ägarskap späds nämligen ut, vilket eventuellt kan leda till att nuvarande bolagsledare inte kommer ha samma mängd kontroll i framtiden. Eftersom mängden ägare ökar, kommer investerarna ha högre förväntningar på bolaget. Ett ut-

spritt ägarskap kommer att sätta mera press på bolagets ledning och styrelse eftersom aktieägarna kommer att förvänta sig att bolaget presterar och når mål inom utsatt tid. (Berk et al. 2018a s. 472)

Nedan presenteras en kort sammanfattning av fördelarna och nackdelarna som diskuteras i kapitel 2.1.1 och 2.1.2.

Fördelar med att notera sig på börsen

- Kapitalanskaffning
- Bättre möjligheter till finansiering
- Ett bättre rykte
- Möjlighet att likvidera stora mängder aktier

Nackdelar med att notera sig på börsen

- Kostnaderna
- Transparensen och rapporteringen
- Ägarskapet späds ut

2.1.3 Börsnoteringen på marknaden

Det finns två marknader; den primära och den sekundära. På den primära marknaden kan investerare köpa nya värdepapper och tillgångar. På den primära marknaden köper investeraren en ny produkt och är den första ägaren. På den sekundära marknaden säljs och köps produkten. Den sekundära marknaden är marknaden som de flesta är bekanta med. På den sekundära marknaden kan investerare både köpa och sälja tillgångar till andra investerare. (Vanguard u.å.)

Börsnoteringen lanseras på den primära marknaden. Ifall en vanlig investerare vill investera i en börsnotering finns det oftast två tillvägagångssätt. Investeraren kan få möjligheten att köpa en andel i bolaget om hen är en klient till en av investeringsbankerna som är ansvariga för börsnoteringen. Klienterna brukar bestå av, till exempel, pensionsfonder och hedgefonder. Det är varken rimligt eller vanligt för en vanlig investerare att köpa en börsnotering på den primära marknaden. Om en vanlig investerare vill investera i en ny börsnotering sker det oftast på den sekundära marknaden. Börsnoteringen säljs då igen några dagar senare på den sekundära marknaden av investerarna som redan har

skaffat sig en andel från den primära marknaden. Handeln sker då via en aktiemäklare på samma sätt som vid vilken annan aktiehandel som helst. (U.S. Securities and Exchange Commission 2013 s. 1–2)

2.1.4 Börsnoteringen i Finland

Följande kapitel kommer att bygga på det föregående kapitlet, men kommer i stället fokusera på den finska marknaden och dess regler och föreskrifter. Eftersom studien baserar sig på den finska marknaden är det viktigt att förstå saker som föreskrifter och skyldigheter som bolag bör följa och ta i beaktande vid börsnotering.

Då ett bolag noteras på börsen kräver finska myndigheter en grundlig rapportering om bolagets finansiella ställning och verksamhet. Informationsskyldigheten är viktig för alla börsnoterade bolag, inte endast för nya bolag. Informationsskyldigheten finns till för att säkerställa jämlikhet och rättvisa för investerare. Alla investerare skall ha rätt till samma information för att kunna göra rätt beslut kring bolaget och potentiella investeringar. Informationsskyldigheten baserar sig i Finland på värdepappersmarknadslagen, börsens specifika regler, och förordningen om marknadsmissbruk. Börsnoterade bolag är skyldiga att rapportera bolagets finansiella status regelbundet. Informationsskyldigheten skall uppfyllas genast då ett bolag ansöker om tillstånd för att notera på den finska börsen. En utredning av bolagets förutsättningar krävs även då ett bolag funderar på en börsnotering. Myndigheterna bör säkerställa att bolaget är redo att notera på börsen. Bolaget bör ses som en lämplig investering och marknadsentitet. Faktorer som finansiell rapportering, prognoser och resursallokering bör alla vara av hög kvalitet och pålitliga då ett bolag funderar på en börsnotering. Det börsnoterade bolaget bör även uppfylla internationella standarder som bokslut enligt den internationella IFRS-standarderna och öppenhetsdirektivet. (Finansinspektionen 2020)

Den finska marknaden, Nasdaq Helsinki, ställer några ytterligare krav på en börsnoteringsansökan. Noteringsansökan måste bland annat innehålla framtidsutsikter, de 50 största aktieägarna och bekantskapen med föreskrifterna och reglerna. Det kan i vissa fall vara möjligt för börsen att avvisa börsnoteringsförslaget ifall börsen anser att poten-

tiella investerare är i fara. I sådana fall kan det krävas ytterligare information av bolaget och i värsta fall kan bolagets ansökan avvisas. Då ett bolag bestämmer sig för att notera bör det följa MAR (Market Abuse Regulation) och ESMA (European Securities and Markets Authority). MAR och ESMA föreskrifterna hör båda ihop med informations-skyldigheten. Bolag kan endast i undantagsfall vänta med att tillhandahålla investerare med relevant information. (Nasdaq 2021 s. 42–45)

2.2 Hypotesen om effektiva marknader

En av de mest centrala teorierna inom finansiell ekonomi är hypotesen om effektiva marknader. Hypotesen, som introducerades av Eugene Fama år 1970, framhäver att priset på finansiella tillgångar alltid reflekterar all tillgänglig information. Då finansiella tillgångar reflekterar all tillgänglig information, borde tillgångarna alltid vara rätt pris-satta. Då marknadens priser reflekterar den tillgängliga informationen, kan marknaden kallas effektiv. Det finns tre versioner av hypotesen som delas in i den svaga, den halv-starka, och den starka formen. Den svaga formen innebär att priset på en tillgång reflekterar det historiska priset. Den halv-starka anser att det finns tillräckligt med information, men dock är det osäkert ifall den anpassar till ny information. En stark form innebär att investerare har tillgång till all potentiell information om tillgången. (Fama 1970 s. 383)

Då den effektiva marknadshypotesen accepteras kan en investerare inte uppnå en bättre avkastning än marknaden enligt Malkiel (2003 s. 59). Enligt Malkiel borde det vara omöjligt för en investerare att uppnå en bättre avkastning än marknaden ifall det stämmer att marknaderna är effektiva och att all tillgänglig information reflekteras i priset.

Hypotesen om effektiva marknader presenteras för att ge läsaren en uppfattning om vad effektiva marknader är och vad de innebär. Hypotesen är viktig för studien eftersom studien kommer diskutera orsaker till underprissatta börsnoteringar. Asymmetrisk information anses vara en viktig orsak och hänger ihop med hypotesen om effektiva marknader.

2.3 Underprissatta börsnoteringar

I introduktionskapitlet citerades Ritters studie från 1991 där han fann att börsnoteringar tenderar att vara underprissatta vid notering på börsen (Ritter 1991 s. 3–4). Fenomenet påverkar börsnoteringens prestanda på både kort och lång sikt. Följande kapitlet kommer att undersöka fenomenet och presentera några centrala teorier som anses bidra till underprissättningen. Teorin om att börsnoteringar oftast är underprissatta är en viktig teori för studien, då underprissättning har en tendens att påverka börsnoteringens prestanda radikalt.

Att börsnoteringar brukar vara underprissatta är ett välkänt fenomen. Underprissättningen leder oftast till att börsnoteringar presterar ytterst bra under den första handelsdagen. Ända sen 60-talet har börsnoteringar i USA varit underprissatta med cirka 19 % i medeltal. Det har i sin tur lett till att bolag har gått miste om en mängd pengar, flera miljarder om året för att vara exakt. (Ljunqvist 2004a s. 1–2)

Börsnoteringar erbjuds i medeltal till ett lägre pris än det riktiga marknadspriset enligt Engelen och van Essen (2010 s. 1958–1959). Vid uträkning av underprissättningen brukar skillnaden mellan tillgångens värde på den primära marknaden och priset på den sekundära marknaden användas. Engelen och van Essen påpekar att fenomenet kan vara väldigt landspecifikt. I Australien fann Engelen och van Essen en initial avkastning på omkring 11–30 % medan Kinas låg på omkring 127–950 %. Nedan presenteras några viktiga teorier kring fenomenet om underprissatta börsnoteringar.

2.3.1 Asymmetrisk information

Asymmetrisk information anses vara en viktig faktor som påverkar prissättningen av börsnoteringar. Asymmetrisk information innebär att bolaget och investerarna inte har samma information om bolaget. Bolaget har en mängd information om bolagets verksamhet, ekonomi och ledning. Ett bolag är en entitet som består av flera olika komponenter, framför allt kultur, ledarskap och strategi. Faktorer som kultur och ledarskap kan vara svåra att presentera genom finansiella rapporter och årsberättelser. Bolag är ofta komplexa enheter som i vissa fall kan vara svåra att förstå, speciellt för en investerare

med bristfällig information. På grund av detta stämmer det att ledningen oftast har en bättre uppfattning om bolaget. Det händer även att bolag avskärmar en del av informationen som når allmänheten. Enligt lag måste bolag förse allmänheten med tillförlitlig och ackurat information angående bolaget, vilket presenterades i kapitel 2.1.4. Lagen kräver ändå inte att all information presenteras, vilket i sin tur kan leda till asymmetrisk information mellan bolag och investerare. (Cohen & Dean 2005 s. 1–2)

Winner's curse är en teori om underprissatta börsnoteringar och anses vara en modell som förklarar fenomenet mellan underprissatta börsnoteringar och asymmetrisk information. Ifall en börsnotering erbjuds till ett dyrare pris än marknadspriset, kommer investerare som har kunskapen hålla sig undan aktien. I dessa fall kommer investerare med mindre information att få en större andel av börsnoteringen, vilket även stämmer då börsnoteringen är underprissatt. Då börsnoteringen är underprissatt, kommer investerarna med bristfällig information tilldelas en mindre andel. Eftersom dessa investerare tävlar med investerarna med mer information, kommer det krävas någon form av kompensation för att få de oinformerade investerarna intresserade. Underprissättningen, och möjligheten för börsnoteringen att prestera bra under de första dagarna, kan då ses som denna kompensation. På grund av detta kommer inte oinformerade investerare vara intresserade av börsnoteringar då de är rättvist prissatta. Då en börsnotering är underprissatt kommer alltså oinformerade investerare att vara mer intresserade av att investera i den. (Lin et al. 2010 s. 3–4)

2.3.2 Kontroll och ägarskap

Då ett bolag noterar sig på börsen kan allmänheten köpa andelar i bolaget, vilket i sin tur leder till att antalet ägare ökar. Vid grundning av ett bolag finns det oftast en eller några ägare. Då ett bolag väl är noterat på börsen och allmänheten kan köpa andelar i bolaget, kan antalet ägare i teorin vara oändligt. Det ökade antalet ägare kan leda till att kontrollen över bolaget separeras, vilket kan ses som en orsak till underprissatta börsnoteringar.

Genom att erbjuda börsnoteringar till ett förmånligare pris kan bolag och bolagsledaren skydda deras förmåner genom att fördela aktierna på ett strategiskt sätt. Idén här är att erbjuda bolaget till ett förmånligare pris till investerarna, vilket i sin tur ökar efterfrågan på aktien. På så sätt kan bolaget se till att investerare får en mindre andel av bolaget, vilket i sin tur leder till att bolagsledare blir kvar med en större andel. Mängden ägare ökar, medan andelen per ägare minskar. Att minska på byråkostnader kan även ses som en orsak till underprissatta börsnoteringar. Byråkostnader är de kostnader som uppstår då det finns motstridiga intressen mellan bolagets ledning och bolagets aktieägare. En orsak till underprissatta börsnoteringar sägs vara fördelningen av ansvaret i bolaget. Då ett bolag vill att någon annan, oftast en större investerare, håller koll på bolaget och dess beslut kan det vara möjligt att erbjuda aktien till ett lägre pris. Det kan bero på att fördelningen inte är diversifierad, eller att andelen tilldelad investeraren är för stor. För att då kompensera för det ovannämnda kan det vara nödvändigt att erbjuda aktien till ett billigare pris. (Ljunqvist 2004b s. 51–55)

2.3.3 Institutionella orsaker

En tredje teori kring underprissatta börsnoteringar anses vara institutionella orsaker. De institutionella orsakerna kan delas upp i tre mindre kategorier som omfattar undvikandet av rättstvister, skattemässiga fördelar och prisstabilisering (Jamaani & Alidarous 2019 s. 11–12). De tre ovannämnda orsakerna kommer att diskuteras nedan.

Den första orsaken, nämligen undvikandet av rättstvister och juridiskt ansvar, är undvikandet av rättsliga konsekvenser efter en börsnotering. I USA råkade cirka 6 % av börsnoteringar ut för juridiska konsekvenser mellan 1988 och 1995. De juridiska problemen berodde främst på missinformation och missbruk av material kopplat till börsnoteringar. Ett argument anses vara att juridiska problem förorsakar underprissättning hos börsnoteringar. Det kan argumenteras att börsnoteringar som säljs till ett rabatterat pris kan fungera som en försäkring mot de potentiella juridiska följderna. Den andra orsaken, prisstabiliseringen, framhäver att börsnoteringarna inte är underprissatta. Aktien sägs i stället vara korrekt prissatt i enlighet med marknadspriset. Teorin, som först publicerades av Ruud år 1993, framhäver att börsnoteringar inte är avsiktligt un-

derprissatta. Ifall aktiens pris sjunker lägre än marknadspriset, kommer priset att stabiliseras i eftermarknaden, vilket leder till att börsnoteringar presterar väl under den första dagen. (Ljunqvist 2007 s. 402–405)

De skattemässiga fördelarna anses vara den tredje institutionella orsaken till underprissättning. Teorin baserar sig på kompromissen mellan underprissättning och skattemässiga fördelar. Det argumenteras om att det finns fall där lön beskattas högre än kapitalinkomst. Om det är fallet, kan betalning av anställda ske i form av aktier. Betalningen sker då främst i form av underprissatta tillgångar eftersom de erbjuder investeraren möjligheten till att öka i pris. Fenomenet undersöktes först på den svenska marknaden av Rydqvist år 1990. Då Sverige höjde skatten på kapitalinkomst skedde en drastisk förändring i börsnoteringarnas prissättning. Underprissättningen sjönk nämligen från 41 % till åtta procent, med cirka 32 %. (Jamaani & Alidarous 2019 s. 11–12)

2.4 Tidigare studier

I kapitlet presenteras några tidigare studier inom ämnet. Studierna skall kunna fungera som teoretiska referensramar för arbetet. Studierna skall kunna jämföras med slutresultatet i detta examensarbete för att undersöka ifall det finns några likheter eller olikheter.

2.4.1 The Long-Run Performance of Initial Public Offerings (1991)

Den kanske mest kända studien inom ämnet om börsnoteringars prestanda är Jay Ritters studie från 1991. Studien, som publicerades i *The Journal of Finance*, är en ofta citerad studie inom ämnet börsnoteringar.

Ritter använde sig av ett sampel på cirka 1500 börsnoteringar från åren 1975–1984. Ritter kom fram till att medelavkastningen låg på omkring 34 % under de tre första åren. Studien använde sig av ett kontrollsamplet på omkring 1500 tillgångar. Aktierna försökte matcha det originella samplet med industri och marknadsvärde. Studien fann att samplet presterade mycket bättre, där avkastningen låg på cirka 62 %. En investerad dollar i det första samplet skulle efter tre år varit värd \$1,35, medan en dollar i det andra samplet

skulle varit värd \$1,62. Detta tyder på att börsnoteringar presterar sämre på lång sikt. Ritter presenterar några potentiella orsaker till fenomenet, nämligen otur, riskmätning och överoptimism. Enligt studien är det oftast små, unga bolag som presterar sämre på lång sikt, vilket drar ner på medeltalet. Enligt Ritter finns det en stor chans för börsnoteringar att prestera sämre då investerare är överoptimistiska vad gäller bolaget och specifika industrier. (Ritter 1991 s. 3–4)

Ritters studie är populär, även om det är en relativt gammal studie. Många studier använder än idag denna studie om börsnoteringar som en referensram. Även i detta examensarbete används Ritters studie som en av de främsta referenserna.

2.4.2 The winner's curse, legal liability, and the long run price performance of initial public offerings in Finland (1993)

I en studie från 1993 undersökte Keloharju den långsiktiga prestandan hos finska börsnoteringar. Den långsiktiga prestandan hos finska börsnoteringar, ett sampel på 80 börsnoteringar, lyckades inte prestera bättre än ett index som imiterade den finska börsern (Helsinki Stock Exchange). Ifall en investerare skulle ha bestämt sig för att investera i en finsk börsnotering under den första handelsdagen, skulle investeraren ha kvar 79 cent för varje dollar investerat ifall hen skulle ha hållit investeringen i tre år. Börsnoteringens avkastning var ännu sämre då Keloharju använde ett index som jämförelse. Det fanns inget samband mellan prestandan och olika industrier, och avkastningen sägs inte vara ett industrispecifikt fenomen men ett allmänt marknadsfenomen. Börsnoteringar från olika år sägs även ha relativt liknande avkastningar. Keloharju nämner även winner's curse i sin studie. Han nämner att ett samband mellan winner's curse och den långsiktiga prestandan hos finska börsnoteringar förblir ett mysterium. Det nämns att den kortsiktiga prestandan och winner's curse fungerar som förväntat. (Keloharju 1993 s. 272–273)

Keloharjus studie är den mest kända finska studien inom ämnet. Studien, som är från 1993, är en rätt så gammal studie och mycket har utvecklats sedan dess. På grund av

utvecklingen kan det vara nyttigt med en ny studie inom ämnet, speciellt på den finska marknaden.

3 METOD

I metodkapitlet diskuteras den valda forskningsmetoden. I kapitlet presenteras den valda metoden, samt varför metoden har valts. Kapitlet skall ge läsaren en bra uppfattning om forskningsmetoder och hur dessa kan tillämpas inom forskning. Kapitlet kommer att fokusera på kvantitativa metoder, eftersom det är metoden denna studie baserar sig på. Kapitlet kommer även att diskutera data som studien kommer att använda.

3.1 Kvantitativ undersökning

För studiens ändamål kommer kvantitativa forskningsmetoder att användas. Kvantitativa metoder lämpar sig bäst vid analys av numeriska variabler, som till exempel börskurser, för att sedan analysera samband och relationer mellan dem (Saunders et al. 2019 s. 178). Den kvantitativa metoden passar studien bäst eftersom det är börskurser som skall analyseras. Eftersom studien samlar in siffror och statistik passar den kvantitativa metoden studien bäst. För att kunna analysera och tolka kvantitativa data måste data manipuleras för att sedan kunna tolka den (Hair Jr et al. 2019 s. 21). Det är detta som studien kommer att göra för att nå resultat och slutsatser.

3.2 Data

Följande kapitel kommer att presentera information om data som valts för studien. Kapitlet kommer behandla data, insamling av data, och datas reliabilitet och validitet.

3.2.1 Insamling och val av data

Studien kommer att samla in data i form av börskurser. Studien kommer att använda sig av Nasdaq Omx Nordics tjänster (Nasdaq Nordic 2022). All data om aktiernas prestanda kommer att samlas in från Nasdaq Omx Nordics databas. Studien kommer även att an-

vända dividender i uträkningarna. Vid insamling av dividend data kommer Kauppalehti (Kauppalehti 2022) att användas.

Börsnoteringarna kommer att väljas från tidsintervallet 2010–2016. Börsnoteringar från 2017 framåt är inte väsentliga eftersom den långsiktiga prestandan, det vill säga fem år, inte kan undersökas. Tidsintervallet för den kortsiktiga prestandan är ett år efter notering medan den långsiktiga prestandan är fem år efter notering. Tidsintervallet från år 2010–2016 har valts för att få ett så stort sampel som möjligt. Ett litet sampel, till exempel ett år, skulle inte vara giltigt för studien. För studien har ett sampel på sju börsnoteringar valts. Som jämförelseindex kommer studien att använda sig av det finska marknadsindexet OMXHGI. Indexet inkluderar dividender och representerar den finska marknaden (Nasdaq 2020). Eftersom studien vill analysera börsnoteringarnas lönsamhet är det viktigt att dividenderna tas i beaktande. På grund av detta har indexet OMXHGI valts som jämförelseindex.

För att räkna ut avkastningen på aktierna kommer öppningskursen under den första dagen att användas. Originalpriset för aktierna, det vill säga priset investeringsbankerna värderat aktien till, kommer även att presenteras. Dessa kommer dock inte att användas vid uträkning av avkastningar. Eftersom studien fokuserar på den individuella investeraren, är det mer logiskt att använda öppningskursen för aktien. Som nämnts i teorikapitlet har största delen privata investerare möjlighet att köpa aktien först då den lanseras på den sekundära marknaden. På grund av detta kommer studien att använda sig av aktiens öppningspris under den första handelsdagen. För att räkna ut prestandan för en specifik tidsperiod kommer alltid aktiens slutkurs under den specifika dagen att användas. För att räkna ut avkastningen kommer följande formel att användas:

$$\text{Total Avkastning} = \frac{(P1 - P0) + D}{P0}$$

Figur 1. Total avkastning för en aktie.

P1 = Slutgiltiga priset

P0 = Inledande pris

D = Dividend

Avkastningen för ett specifikt år räknas från den första handelsdag till samma dag under nästa år. Ifall denna dag inte råkar vara en handelsdag, kommer nästa möjliga datum att användas. Aktiepriserna är justerade till aktiesplit. Avkastningen för indexet OMXHGI samlas in på samma sätt för att kunna jämföra avkastningarna på bästa möjliga sätt. För indexets öppningskurs under den första dagen kommer föregående dags slutkurs att användas. Detta beror på att Nasdaq Nordic inte visar öppningskurser för indexet. Avkastningen för indexet kommer att samlas in för samma tidsintervall som för en specifik börsnotering. Här kommer även indexets slutkurs att användas. Eftersom börsnoteringarna har lanserats under olika tidpunkter kan indexets avkastning inte räknas från, till exempel, år 2013–2014. Ett sådant index skulle inte fungera som ett giltigt jämförelseindex för studien. I studien beräknas även volatiliteten för tillgångarna. Tillgångarnas volatilitet berättar hur mycket avkastningarna varierar (Berk et al. 2018b s. 374–376). Enligt Berk et al. brukar standardavvikelse och varians användas för att räkna ut volatiliteten. I studien tas inte transaktionskostnader eller skatter i beaktande.

3.2.2 Samplet

Samplet består av sju bolag som noterade sig på huvudbörsen i Helsingfors mellan 2010 och 2016. Till samplet hör bolagen Lehto Group, Tokmanni Group, Consti, Evli Pankki, Pihlajalinna, Enento Group, och NoHo Partners. Dessa bolag valdes eftersom de noterade sig på den finska huvudbörsen under den utvalda tidsperioden. Samplet innehåller bolag från en mängd olika industrier, vilket gör samplet mer representativt för den finska marknaden som en helhet. Samplet skulle på grund av studiens tillförlitlighet fått vara större, men en stor del bolag ingår inte i samplet på grund av diverse orsaker. Nedan presenteras de uteblivna bolagen samt varför de inte valdes för samplet.

Bolag som har gjort en parallellnotering ingår inte samplet. Bolag som gjort en parallellnotering är bolag som varit noterade på en annan börs och väljer att notera sig på den finska börsen. Sotkamo Silver, SSAB A och Endonimes var alla listade på den svenska börsen och valde att göra en parallellnotering. Det fanns även bolag som noterade sig på börsen under tidsperioden men som på grund av olika orsaker inte varade på börsen i fem år. Bolagen i fråga var DNA, Kotipizza, Asuntorahasto Orava, och Munk-

sjö. Eftersom bolagen har dragit tillbaka sina aktier från marknaden anses bolagen inte vara väsentliga för denna studie. För den långsiktiga prestandan krävs en tidsperiod på fem år och dessa bolag uppnår inte det kravet. Bolag som Taaleri och Siili Solutions valdes inte heller, då de noterade sig på den finska huvudbörsen från den mindre finska marknaden First North. För studiens ändamål krävs nya bolag som för första gången noterar sig på börsen, och därför uteblev Taaleri och Siili Solutions. Det fanns även bolag som gjorde en uppdelning. Ett av bolagen var Metso Corporation som delade sig med Valmet Corporation. Valmet gjorde inte en ny aktieemission, i stället fick existerande Metsoägare en Valmet-aktie för varje Metso-aktie de ägde (Valmet 2013 s. 1). Det samma gällde bolagen Caverion, Qt Group och Scanfil (YIT 2013 s. 1; Digia 2015 s. 1; Scanfil 2011 s. 1) Eftersom bolagen inte gjorde en fullständig ny aktieemission och tidigare ägare fick en aktie i det nya bolaget, valdes dessa bolag inte heller. På grund av de ovannämnda orsakerna förblev samplet relativt litet. Dock innehöll det valda samplet alla relevanta bolag som gjorde en ny aktieemission mellan 2010 och 2016.

3.2.3 Validitet och reliabilitet

Med reliabilitet avses studiens trovärdighet och pålitlighet. Studiens resultat och slutsatser bör vara pålitliga, vilket i sin tur innebär att samma resultat bör uppnås av andra studier. Om studien är tillförlitlig, bör en annan studie inom samma ämne uppnå samma resultat. Reliabilitet och validitet är avgörande i studier, och studien bör säkerställa att kraven för reliabilitet och validitet uppfylls. Det finns ingen nytta med en studie med brist på vetenskaplig evidens. Eftersom reliabilitet och validitet är väsentliga, är det viktigt att data samlas in på rätt sätt och att studien använder sig av rätt källor. (Cameron & Price 2019 s. 22)

Validitet innebär att undersökningen har utförts rätt, där studien har uppnått ackurata resultat och slutsatser (Heale & Twycross 2015 s. 66). Studien bör alltså undersöka det den är ute efter, enligt Heale och Twycross. Denna studie har som mål att uppnå hög validitet och reliabilitet. Studien har uppnått hög reliabilitet genom noggrant val av data och information. På så vis uppnås en hög trovärdighet för studiens resultat och slutsat-

ser. Studien har använt sig av pålitliga källor och det insamlade materialet har samlats in på ett noggrant och strukturerat sätt.

Som nämnts, innehåller samplet endast sju börsnoteringar. Det fanns, som påpekats, en mängd orsaker till att samplet förblev relativt litet. Ett relativt litet sampel påverkar studiens tillförlitlighet. De valda bolagen var dock de enda relevanta börsnoteringarna under en period på sex år på den finska marknaden. Orsaker till att endast sju bolag noterat sig på börsen under en period på sex år kan diskuteras, men det valda samplet torde vara tillräckligt för att uppnå pålitliga resultat och slutsatser. Bolagen är alla från olika industrier och sektorer, vilket gör samplet mer representativt för den finska marknaden än om en stor del av bolagen vore från samma sektor. Över lag torde det valda samplet representera den finska marknaden på ett godtagbart sätt.

4 RESULTAT

Följande kapitel kommer att presentera studiens resultat. Kapitlet börjar med att presentera studiens sampel så att läsaren vet vilka bolag som valts för studien. Kapitlet fortsätter med att presentera aktiernas prestanda för att sedan jämföra avkastningarna med den finska marknaden.

4.1 Samplet

För studien har ett sampel på sju finska börsnoteringar valts. Nedan presenteras samplet i tabellform. Bolagen presenteras med namn, aktieticker och första dag på börsen.

Tabell 1. Bolag som valts för samplet

Bolag	Ticker	Första dag på börsen
Lehto Group	LEHTO	28.4.2016
Tokmanni Group	TOKMAN	29.4.2016
Consti	CONSTI	11.12.2015
Evli Pankki	EVLI	2.12.2015
Pihlajalinna	PIHLIS	4.6.2015
Enento Group	ENENTO	27.3.2015
NoHo Partners	NOHO	28.11.2013

4.2 Börsnoteringarna

I detta kapitel kommer börsnoteringarnas prestanda att presenteras. Nedan presenteras aktierna samt aktiernas börskurser för tidsintervallen. Kurserna är slutkurserna för de specifika tidsintervallen

Tabell 2. Börsnoteringarnas kurser med dividender

Bolag	Originalpris	Öppningskurs	Första dagen	1 År	2 År	3 År	4 År	5 År
Lehto Group	5.1	4.911	4.87	9.689	9.657	3.68	1.126	1.92
Tokmanni Group	6.7	6.7	6.7	9.49	7.445	8.35	11.16	23.07
Consti	9.5	9.6	9.8	15.19	10.24	6.2	6.5	10.31
Evli Pankki	6.75	8.76	8.37	6.76	9.21	8.23	9.45	11.48
Pihlajalinna	10.5	11.5	11.5	17.1	17.94	12.16	11.1	14.7
Enento Group	14.75	15.13	15.24	14.8	19.54	26.85	25.7	26.25
NoHo Partners	4.6	4.8	4.97	3.72	5.02	6.42	7.97	9.51

Originalpriset i tabellen syftar på priset som investeringsbankerna värderat aktien till. Målet med studien var egentligen inte att undersöka detta, men priset ingår i tabellen för att ge läsaren en bättre helhetsblick över prisutvecklingen. Kurserna ovan innehåller de

utbetalda dividenderna för de specifika tidsperioderna. Målet med studien var att undersöka börsnoteringarnas lönsamhet som investeringar, och därför ingår dividenderna i slutkurserna. I sektionen ”bilagor” hittar läsaren utskrifter för de årliga avkastningarna. På grund av utrymme har vissa tabeller och utskrifter inte tagits med i kapitlet, men läsaren hittar alla relevanta tabeller och utskrifter i sektionen ”bilagor”. Nedan presenteras avkastningen i procentform för att ge läsaren en bättre förståelse över avkastningen.

Tabell 3. Börsnoteringarnas kumulativa avkastning

Bolag	Första dag	1 År	2 År	3 År	4 År	5 År
Lehto Group	-1 %	97 %	97 %	-25 %	-77 %	-61 %
Tokmanni Group	0 %	42 %	11 %	25 %	67 %	244 %
Consti	2 %	58 %	7 %	-35 %	-32 %	7 %
Evli Pankki	-4 %	-23 %	5 %	-6 %	8 %	31 %
Pihlajalinna	0 %	49 %	56 %	6 %	-3 %	28 %
Enento Group	1 %	-2 %	29 %	77 %	70 %	73 %
NoHo Partners	4 %	-23 %	5 %	34 %	66 %	98 %

Den presenterade avkastningen är så kallad kumulativ, det vill säga den totala avkastningen från öppningskursen under den första dagen. Analys av prisutvecklingen från originalpriset till öppningskursen under den första dagen tyder på att aktierna presterar bra, precis vad studierna i teorikapitlet kom fram till. I det här sammanhanget är det endast Lehto Group som inte lyckats prestera bättre. Samma trend verkar fortsätta under den första dagen på marknaden. Under den första dagen är det endast Lehto Group och Evli Pankki som inte försett investeraren med en positiv avkastning. Efter det första året har de flesta aktierna ökat i värde. Efter ett år är det Evli Pankki, NoHo Partners och Enento Group som inte lyckats prestera. Efter en dålig inledning har Lehto Group presterat oerhört bra under det första året, där avkastningen ligger på 97 %. Tokmanni, Consti och Pihlajalinna har efter det första året avkastningar på omkring 50 %. Det här var den kortsiktiga prestandan. Efter ett år på marknaden kan det konstateras att börsnoteringarna presterat rätt så bra. Nedan diskuteras den långsiktiga prestandan för börsnoteringarna.

Efter två år på marknaden har prisutvecklingen stagnerat. Enento Group och NoHo Partners är de enda bolagen med signifikant prisutveckling efter två år på marknaden. Efter tre år på marknaden är det igen Enento Group och NoHo Partners, och Tokmanni, som lyckats förse investeraren med en positiv avkastning. Efter fyra år på marknaden ser det ungefär lika ut som under de två föregående åren. Igen är det Tokmanni och NoHo Partners som försett investeraren med en något signifikant avkastning. Efter fem år på marknaden har alla bolag förutom Lehto Group försett investeraren med en positiv avkastning. Lehto Groups avkastning ligger efter fem år på -61 %. Tokmanni har presterat klart bäst med en total avkastning på 244 %. Över lag kan det konstateras att de börsnoterade bolagen i flesta fall lyckas prestera relativt bra upp till fem år. Som nämntes i metodkapitlet kommer även volatiliteten att presenteras. Nedan presenteras volatiliteten för de enskilda aktierna samt medeltalet för bolagen. Den presenterade volatiliteten är volatiliteten för de fem första åren på marknaden.

Tabell 4. Volatilitet för aktierna

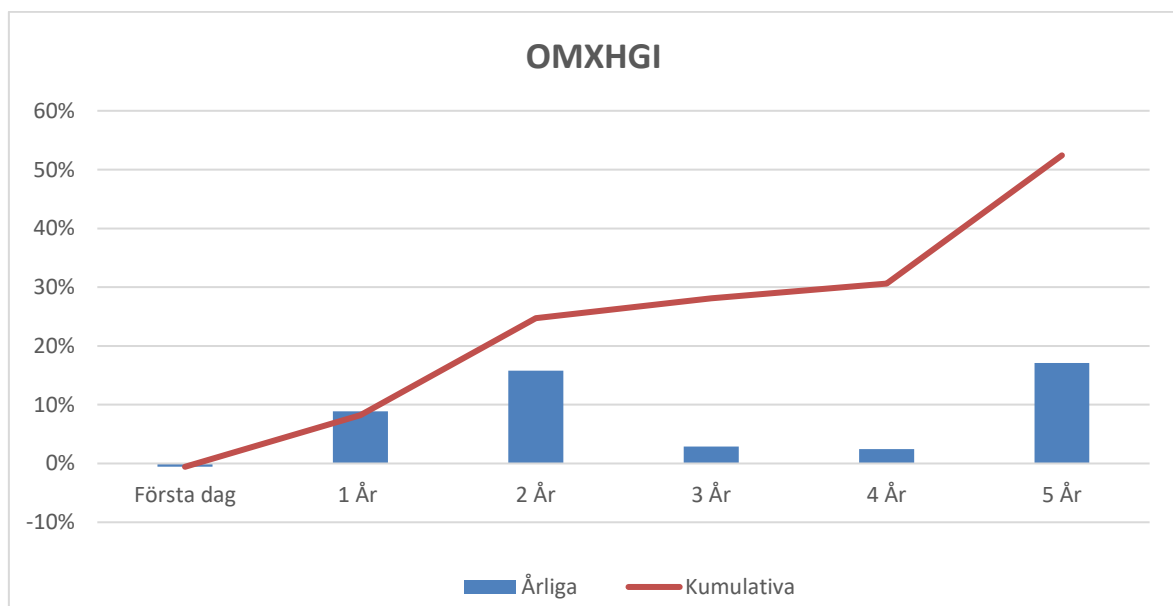
Bolag	Volatilitet
Lehto Group	68 %
Tokmanni Group	45 %
Consti	42 %
Evli Pankki	21 %
Pihlajalinna	29 %
Enento Group	19 %
NoHo Partners	22 %
Medeltal	35 %

För att räkna ut den ovanstående volatiliteten har variansen för avkastningarna först räknats ut. För att sedan räkna ut standardavvikelsen har kvadratroten av varianserna beräknats. Enligt uträkningarna är aktiernas avkastningar rätt så volatila. Lehto Groups standardavvikelse ligger på 68 %, vilket är den högsta av alla börsnoteringar. Även Tokmanni och Consti har en rätt så hög standardavvikelse med 45 % respektive 42 %. De andra bolagen har en klart lägre volatilitet än de andra då alla ligger på omkring 20 %. Medeltalet för aktierna ligger på 35 %. Enligt prisutvecklingen i Tabell 2 och Tabell

3 är den höga volatiliteten rätt så uppenbar. Lehto Groups aktie har under ett år, mellan år två och tre, minskat i värde med -62% . Enento Group, bolaget med den lägsta volatiliteten, har hållit ett rätt så stadigt pris under de fem åren, vilket förklarar den låga volatiliteten. Den höga volatiliteten mellan avkastningarna tyder på att aktiernas kurser varierar från år till år, vilket de gör.

4.3 Indexet och jämförelse

I detta kapitel kommer aktiernas avkastning att jämföras med avkastningen på den finska marknaden, nämligen OMXHGI indexet. Målet med studien var att jämföra avkastningen med den finska marknaden, för att analysera ifall den finska marknaden presterar bättre. I detta kapitel presenteras prestandan för den finska marknaden för att sedan jämföra den med aktiernas. Nedan presenteras avkastningen för det finska marknadsindexet OMXHGI.



Figur 2. Avkastning för OMXHGI.

Figur 2 illustrerar medelavkastningen för indexet OMXHGI. Indexet innehåller både den årliga avkastningen och den kumulativa avkastningen. För att bygga upp diagrammet har medeltalet av avkastningarna under de specifika tidsperioderna beräknats.

Vid analys av den kumulativa avkastningen är det tydligt att indexet har försett investeraren med en relativt stadig och jämn avkastning. Under de två första åren har indexet presterat rätt så bra, men under det tredje och fjärde året har avkastningen stagnerat. Den årliga avkastningen förklarar stagnationen. Även om avkastningen har stagnerat en bit har de årliga avkastningarna förblivit positiva. Under det tredje året har indexet avkastat 3 % medan det under det fjärde året avkastat med 2 %. Även om de årliga avkastningarna är rätt så låga har indexet fortsatt öka i värde under de fem åren. Under det femte året har indexet fortsatt sin positiva avkastning. Om en investerare skulle ha investerat i indexet under den första dagen, skulle investeringen växt med 52 % under de fem åren. En tillväxt på 52 % under fem år förser investeraren med en årlig avkastning på cirka 10,5 %, vilket kan anses vara bra.

Volatiliteten för indexet har även räknats ut. Tabell 5 presenterar indexets volatilitet. Volatiliteten för indexet presenteras för att ge läsaren en uppfattning om indexets stabilitet. Det är även viktigt att beakta både aktiernas och indexets volatilitet vid fundering på potentiella investeringar.

Tabell 5. Volatilitet för OMXHGI

Index	Volatilitet
OMXHGI	13 %

Volatiliteten för OMXHGI indexet ligger enligt tabell 5 på 13 %. Indexets volatilitet verkar vara betydligt lägre än aktiernas, även om de enskilda aktierna inte är direkt jämförbara med ett index. Den låga volatiliteten tyder på att indexet är en mer stabil investering än aktierna. Den låga volatiliteten tyder på att de årliga avkastningarna inte avviker mycket, vilket de inte gör (figur 2).

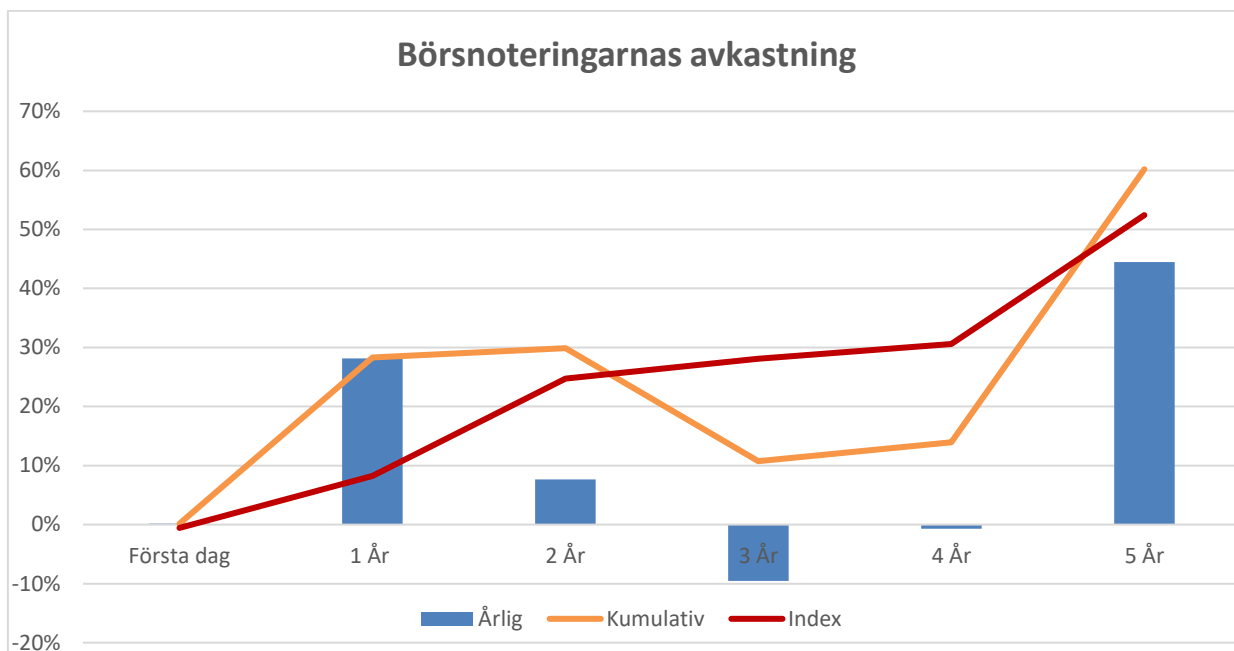
Hittills har både aktiernas individuella prestanda och indexets prestanda presenteras. Nu kommer avkastningen mellan de två tillgångarna att jämföras med varandra. Nedan presenteras statistik över prestandan mellan aktierna och indexet. Tabell 6 illustrerar antalet gånger de specifika aktierna presterat bättre än jämförelseindexet.

Tabell 6. Antalet gånger bolagen har presterat bättre än indexet

Bolag	Antal gånger
Lehto Group	2
Tokmanni Group	4
Consti	2
Evli Pankki	0
Pihlajalinna	3
Enento Group	6
NoHo Partners	4
Medeltal	3

Tabell 6 presenterar antal gånger bolagen presterat bättre än indexet under de sex tidsintervallerna. Den kumulativa avkastningen har använts för uträkningarna. Tabellen innehåller även medeltalet för aktierna. Det finns en klar skillnad mellan bolagen under de fem valda åren. Under en period på fem år, vilket inkluderar den första dagen, har inte Evli Pankki presterat bättre än indexet en enda gång. Consti och Lehto Group har även presterat dåligt då de endast presterat bättre än indexet två gånger. Enento Group har presterat ytterst bra då bolaget presterat bättre än indexet alla gånger. Medeltalet för börsnoteringarna ligger på 3. Det är uppenbart att vissa bolag höjer på medeltalet, medan vissa bolag sänker på medeltalet. Vissa bolag har presterat rätt så bra medan andra bolag har presterat sämre. Prestandan för börsnoteringarna är rätt så individuell. På kort sikt, det vill säga efter ett år på marknaden, presterade fem av sju bolag bättre än indexet. På lång sikt var det endast tre av sju bolag som presterade bättre. Det verkar som att aktierna presterar rätt så bra under den första dagen och första året, och denna tidsperiod verkar vara den mest ekonomisk lönsamma tidsperioden.

För att ge en bättre uppfattning om börsnoteringarnas prestanda gentemot indexets kommer en graf att presenteras. Grafen illustrerar den kumulativa samt årliga avkastningen för börsnoteringarna. Grafen innehåller även den kumulativa avkastningen för indexet.



Figur 3. Börsnoteringarnas avkastning.

Indexet, den röda linjen, har ökat i värde i stabil takt. Dock har börsnoteringarna, den orange linjen, haft en mer oförutsägbar ökning i värde. På kort sikt har börsnoteringarna i medeltal presterat klart bättre än indexet. Efter det första året har börsnoteringarnas avkastning sjunkit drastiskt. Även om den kumulativa avkastningen är högre, är den årliga avkastningen cirka 10 % lägre än indexets, se figur 2. Trenden för den låga avkastningen fortsätter år tre och fyra. Efter fem år på marknaden har börsnoteringarna i medeltal presterat bättre än indexet, vilket var rätt så oväntat då endast tre bolag presterade bättre än indexet efter fem år på marknaden. Orsaker till detta diskuteras i kapitel 5.1.

Den årliga avkastningen för aktierna presenteras som ett stapeldiagram och här är skillnaden i volatilitet mellan indexet och börsnoteringarna uppenbar. Efter ett år har aktierna avkastat kring 30 %, för att sedan drastiskt sjunka de kommande tre åren. Efter det femte året har aktierna som en helhet presterat mycket bra. Potentiella orsaker till detta kommer att diskuteras i kapitel 5.1. Det verkar som att den kortsiktiga prestandan hos börsnoteringarna är den starkaste. Efter det första året har börsnoteringarna som en helhet haft det svårt. Det är endast under det femte året som börsnoteringarna igen presterat bra.

För studien skulle den kort och långsiktiga prestandan undersökas. På kort sikt har aktierna presterat rätt så bra. Efter ett år på marknaden är det inte en enda aktie som försett investeraren med en negativ avkastning. På kort sikt presterar alltså de individuella aktierna bra, det var nämligen fem av sju bolag som presterade bättre än indexet på kort sikt. Samma sak gäller för den långsiktiga prestandan. Igen har aktierna presterat bra efter fem år på marknaden. Det är endast Lehto Group vars avkastning är negativ. Vid jämförelse av den långsiktiga prestandan gentemot indexet är det endast tre av sju bolag som presterat bättre än indexet. Nedan presenteras en kort sammanfattning av börsnoteringarnas och indexets prestanda.

Tabell 7. Sammanfattning av resultaten

	1 År	5 År
Bolag Avkastning	28%	60%
Index Avkastning	8%	52%
Bolag Median	42%	31%
Index Median	7%	51%
Bolag Volatilitet	29%	35%
Index Volatilitet	9%	13%

Tabellen ovan presenterar medelavkastningen för aktierna samt median och volatilitet för de specifika tidsperioderna. Tabellen innehåller även samma värden för indexet. De presenterade avkastningarna är kumulativa. På kort sikt har börsnoteringarna i medeltal avkastat 28 %. Börsnoteringarna verkar prestera bättre än indexet på kort sikt då börsnoteringarnas medeltal samt median är klart högre än indexets. Bolagen har även en klart högre volatilitet, vilket beror på de goda avkastningarna. På kort sikt verkar det som att börsnoteringarna presterar klart bättre än det finska indexet. På långsikt har bolagen presterat rätt så bra jämfört med indexet. I det här fallet kunde det dock vara fördelaktigast att använda medianen vid analys. Bolaget Tokmanni hade ett oerhört bra femte år, vilket ledde till det höga medeltalet. Då man i stället analyserar den långsiktiga prestandan med hjälp av medianen har indexet presterat klart bättre. Orsaker till att börsnoteringarna presterade rätt så bra efter fem år kommer att diskuteras i följande kapitel.

5 DISKUSSION

I detta kapitel kommer studiens resultat att diskuteras. Kapitlet börjar med att diskutera studiens resultat för att sedan diskutera den valda metoden.

5.1 Resultatdiskussion

Studiens resultat ger en bra helhetsbild över börsnoteringars prestanda samt deras lönsamhet som investeringar. Studiens resultat är i linje med Ritters och Keloharjus studier som presenterades i teorikapitlet. Efter den första dagen på marknaden samt efter det första året verkar börsnoteringarna prestera rätt så bra jämfört med marknaden, vilket de presenterade studierna även kom fram till. Detta examensarbete hade valt ett år på marknaden som punkten för den kortsiktiga prestandan. Efter ett år på marknaden har de valda börsnoteringarna i medeltal presterat bättre än indexet, se figur 3 och tabell 7. Efter ett år på marknaden presterade fem av sju börsnoteringar bättre än marknaden.

Den långsiktiga prestandan för börsnoteringarna kan tolkas på två sätt. I och för sig har börsnoteringarna, i medeltal, presterat bättre än indexet efter fem år på marknaden (tabell 7). Denna slutsats borde granskas kritiskt då bolaget Tokmanni efter fem år hade en klart högre avkastning än de andra bolagen. Detta kunde bero på att Tokmanni är ett starkt varumärke. Även om medeltalet för börsnoteringarna var högre än indexets, var indexets median högre än börsnoteringarnas. Efter fem år på marknaden var de endast tre av sju bolag som presterade bättre än indexet, vilket stärker teorin om att bolagen inte presterat bättre på lång sikt. Börsnoteringarnas prestanda på lång sikt kommer att diskuteras senare i kapitlet.

Orsaker till att aktierna inte presterat bättre än indexet efter ett år kan diskuteras. Aktierna presterade i medeltal bättre än indexet under första dagen och det första året, vilket är i linje med de presenterade orsakerna till underprissättning som presenterades i teorikapitlet. Enligt teorierna är börsnoteringarna ofta underprissatta, vilket leder till att de presterar bra under den första handelsdagen, och även åren. Teorin om underprissatta börsnoteringar verkar stämma för det här samplet, då de flesta av börsnoteringarna pre-

sterade bättre under den första dagen och året. Då originalpriset tas i beaktande var det endast ett bolag, nämligen Lehto Group, som hade minskat i värde. Detta stärker teorin om att bolagen i fråga var underprissatta då de lanserades på marknaden. Underprissättningen kan vara en orsak till att börsnoteringarna inte presterat värst bra under år två, tre och fyra. Då bolaget presterat mycket bra i början, kan det potentiellt leda till att spänningen kring bolagets aktieemission dör ut efter den initiala prestationen. Även Ritter (1991 s. 3–4) ansåg att överoptimism var en av orsakerna till att börsnoteringar presterar sämre på lång sikt. Figur 3 illustrerar en klar skillnad mellan de årliga avkastningarna under det första och andra året. Den årliga avkastningen sjönk drastiskt efter det första året, vilket stärker teorin om underprissatta börsnoteringar och överoptimism.

Börsnoteringarnas årliga prestanda efter det tredje året låg på -10 % medan den kumulativa sjönk från 30 % under det andra året till 11 % under det tredje året. Dessa resultat är i linje med Ritters och Keloharjus studier där de fann att börsnoteringar tenderar att prestera sämre under en period på tre år. De två presenterade studierna är relativt gamla, men börsnoteringarnas prestanda verkar vara den samma i dagens ekonomiska klimat.

Det finns en klar skillnad i volatilitet mellan börsnoteringarna och indexet. Den låga volatiliteten hos indexet gör indexet till en mer säker och förutsägbar investering. Volatiliteten hos börsnoteringarna var betydligt högre, vilket gör börsnoteringarna mer oförutsägbara som investeringar. En hög volatilitet innebär oftast större avkastningar, både positiva och negativa, vilket var fallet för börsnoteringarna då de kunde fluktuera med tiotals procentenheter från år till år.

Det som kanske inte var förväntat var börsnoteringarnas prestanda efter fem år. Under det femte året på marknaden ökade börsnoteringarna enormt i värde i medeltal. Under det fjärde året var medelavkastningen negativ, medan den under det femte året nådde en årlig avkastning på cirka 44 % medan medianen låg på 32 %. En orsak till den goda prestandan kunde vara de goda börsåren år 2020 och 2021. På grund av covid-19 pandemin sjönk värdet på en mängd marknadstillgångar i början av 2020. Senare år 2020 och under 2021 nådde börsen nya rekord, vilket kan vara orsaken till den drastiska förändringen i börsnoteringarnas pris under det femte året. Fyra av de valda bolagen noterade sig

på börsen år 2015 medan två bolag noterade sig år 2016, vilket ledde till att den femåriga perioden slutade år 2020 och 2021. Indexet presterade även ovanligt bra, vilket stärker teorin om att de goda tiderna på marknaden gynnade börsnoteringarnas avkastning.

5.2 Metoddiskussion

Den kvantitativa metoden fungerade som förväntat. Den kvantitativa metoden var definitivt den rätta metoden för studien och ett kvalitativt tillvägagångssätt skulle knappast ha fungerat för studiens ändamål. Fel som kan ha uppstått i studien är individuella fel. Eftersom börskurserna har valts ut manuellt kan det ha uppstått individuella fel som påverkat resultaten. Börskurserna och resultaten har dock granskats ett antal gånger för att säkerställa att individuella fel inte har gjorts. Studien hade som mål att uppnå en hög reliabilitet och validitet, vilket jag anser att studien har lyckats med. Potentiella räknefel kan även ha uppstått, men uträkningarna har även granskats ett antal gånger. Studien har i alla uträkningar använt sig av Excelformler och inga manuella uträkningar har utförts, vilket minskar potentiella räknefel. Som redan konstaterats var samplet relativt litet. Detta berodde på en mängd orsaker, men för att uppnå ett mer pålitligt resultat kunde det ha varit bra med ett större sample. Dock anser jag att det valda samplet på sju bolag representerar den finska marknaden på ett godtagbart sätt.

6 SLUTSATSER

Målet med studien var att undersöka finska börsnoteringars prestanda. För att påminna läsaren, var studiens huvudforskningsfrågor följande:

- Hur presterar finska börsnoteringar på kort och lång sikt?
- Är det ekonomiskt lönsamt att investera i finska börsnoteringar eller uppnås en bättre avkastning genom att investera i den finska marknaden?

För studien undersöktes sju finska börsnoteringar från tidsperioden 2010–2016. De sju bolagen representerade olika sektorer och industrier, och representerade på så sätt den

finska marknaden på ett godtagbart sätt. Samplets pålitlighet och reliabilitet kan ifrågasättas, men det torde vara ett rätt så pålitligt sampel för det som skulle undersökas.

Hur presterar då finska börsnoteringar på kort och lång sikt? För att svara på den första forskningsfrågan var prestandan för börsnoteringarna rätt så bra på kort sikt, vilket är i linje med Ritters och Keloharjus studier. Börsnoteringarna presterade bättre än indexet under den första dagen, samt efter det första året. Både medeltalet och medianen för börsnoteringarna översteg indexets, vilket tyder på att börsnoteringarna presterar bättre än den finska marknaden på kort sikt. På kort sikt hade fem av sju bolag presterat bättre än det finska indexet. Ifall en investerare har planerat att investera i en börsnotering så verkar en investeringshorisont på cirka ett år vara den rätta.

Hur ser det då ut på lång sikt? Som redan nämnts, kan resultaten tolkas på två sätt. Efter det första året presterade de finska börsnoteringarna klart sämre än indexet då den årliga avkastningen tas i beaktande. Det var först under det femte året som börsnoteringarna presterade bra igen, vilket var rätt så oförväntat. Potentiella orsaker till den goda prestandan diskuterades i det föregående kapitlet. Som en helhet presterade alltså börsnoteringarna bättre än indexet på lång sikt, vilket främst berodde på bolaget Tokmanni, vars årliga avkastning under det femte året låg på 107 %. Då börsnoteringarnas långsiktiga prestanda i stället analyseras med hjälp av medianen presterade indexet klart bättre på lång sikt. Eftersom studien var ute efter att undersöka börsnoteringar som individuella tillgångar på marknaden, vore det kanske fördelaktigast att i det här fallet använda medianen och konstatera att indexet presterade bättre på lång sikt. Det var ju endast tre av sju bolag som presterade bättre än indexet på lång sikt även om de i medeltal översteg indexets avkastning. Detta stärker teorin om att börsnoteringarna egentligen presterade sämre än indexet på lång sikt. Målet med studien var inte att undersöka börsnoteringarna som ett index, målet var i stället att undersöka den individuella börsnoteringen som en investering. På grund av detta vore det fördelaktigast att analysera medianen och antalet bolag som presterat bättre än indexet. Dessa faktorer tyder båda på att börsnoteringarna presterat sämre än indexet på lång sikt. Mellan det första och femte året presterade indexet varje år bättre än börsnoteringarna, vilket stärker teorin om att börsnoteringar presterar sämre än den finska marknaden på lång sikt.

Är det ekonomisk lönsamt att investera i en finsk börsnotering eller uppnås bättre avkastningar genom ett index som följer den finska marknaden? För att svara på den andra forskningsfrågan så tyder resultaten på att en investering i den finska marknaden torde vara mer lönsam. Lönsamheten beror såklart på investerarens investeringshorisont och risktolerans. Om en investerare endast är ute efter en snabb vinst, kunde en kortvarig investering i en börsnotering vara ett alternativ. Som bevisats, har börsnoteringarna presterat bättre än indexet under den första dagen samt under det första året. Om en investerare har planerat att hålla tillgången i flera år, verkar indexet vara det bästa alternativet för de flesta. Då de enorma skillnaderna i volatilitet tas i beaktande, torde en investering i den finska marknaden i form av ett index vara det rätta beslutet för de flesta investerare. Resultaten tyder på att en investering i den finska marknaden i medeltal förser en investerare med en mer säker, förutsägbar och stabil avkastning. En investering i en börsnotering ökar osäkerheten för investeraren men kan förse en investerare med en större avkastning om hen är villig att hantera risken. Med den ökade volatiliteten kan investeraren förvänta sig större avkastningar, både positiva och negativa.

Målet med studien var att undersöka börsnoteringen som en investering och det kan konstateras att de valda bolagen presterade väldigt individuellt. Det en investerare kan ta lärdom av är att en investering i en börsnotering är en rätt så riskabel investering. Som konstaterat presterade bolagen mycket olika, vilket betyder att en investerare inte med säkerhet kan veta vilket bolag som kommer att prestera. Indexet är däremot en mer säker och förutsägbar investering. En individuell börsnotering har potential att vara mer ekonomisk lönsam än indexet som en investering, men kommer i stället med en mängd osäkerhet. Vissa bolag i studien, nämligen Tokmanni, presterade mycket bättre än jämförelseindexet efter fem år på marknaden. Sedan fanns det bolag som Lehto Group som presterade oerhört dåligt efter fem år på marknaden. Medan börsnoteringarna presterade mycket osäkert lyckades indexet öka i värde i en säker och stabil takt.

Ifall en investerare planerar att hålla en börsnotering i ungefär ett år kan investeringen anses vara ekonomisk lönsam. Om dock investeringshorisonten är längre än ett år, torde indexet vara en mer ekonomisk lönsam investering. Som nämnts, har börsnoteringarna stundvis potential till högre avkastningar än indexet. Den potentiella ökade avkastning-

en innebär även högre risk, vilket var uppenbart vid jämförelse av indexets och börsnoteringarnas volatilitet. Börsnoteringarna verkar prestera mycket individuellt och det kan vara oerhört svårt för en investerare att hitta den rätta investeringen. Som konstaterades i inledningen av studien har det visat sig att investerare i medeltal presterar sämre än marknaden, både före och efter att transaktionskostnader tas i beaktande (Barber & Odean 2013 s. 1535). Detta stärker teorin om att en investering i den finska marknaden verkar, efter ett år, vara den mer ekonomisk lönsamma, stabilare, och pålitligare investeringen.

6.1 Studiens begränsningar

Samplet studien använde sig av var relativt litet. Dock var de valda bolagen de enda relevanta börsnoteringarna under den valda tidsperioden. För att uppnå ett mer pålitligt och tillförlitligt resultat kunde framtida studier använda sig av ett större sampel. Även om samplet var relativt litet, uppnådde studien liknande resultat som studierna som presenterades i teorikapitlet. Ett större sampel av bolag som noterat sig på börsen skulle ha gett ett mer korrekt och pålitligt svar på forskningsfrågorna. För att öka på pålitligheten och precisionen kunde fortsatta studier använda sig av ett större sampel.

6.2 Förslag till fortsatt forskning

En framtida forskning inom ämnet går att utvidga på olika sätt. Denna studie fokuserade på finska börsnoteringar för att undersöka prestandan och avkastningen. För fortsatt undersökning kunde det vara intressant att jämföra ifall det finns skillnader mellan finska och internationella börsnoteringar. Den kort och långsiktiga prestandan verkar vara den samma på flera håll, men en undersökning om hurdana skillnader det finns vore intressant. Ett större sampel skulle kunna undersökas för att få en bättre helhetsbild över den finska marknaden och dess börsnoteringar. Fortsatta studier kunde fokusera på olika industrier och sektorer för att hitta potentiella likheter eller olikheter. I Keloharjus studie konstaterade han att det inte fanns skillnader mellan industrier men detta kunde forskas om i dagens ekonomiska klimat.

KÄLLOR

Abdullah, S, & Zaby, S., 2021, Seasoned Equity Offerings and Differences in Shar Price Impact by Firm Categories, *International Journal of Financial Studies*, s. 1. Tillgänglig: <https://www.mdpi.com/2227-7072/9/3/36> Hämtad:26.2.2022

Bancel, F, & Mittoo, F., 2009, Why Do European Firms Go Public?, *European Financial Management*, vol. 15, nr 4, s. 875. Tillgänglig: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1468-036X.2009.00501.x> Hämtad: 29.4.2022.

Barber, B, & Odean, T., 2013, The Behaviour of Individual Investors, *Handbook of the Economics of Finance*, s. 1535. Tillgänglig: <https://faculty.haas.berkeley.edu/odean/papers%20current%20versions/behavior%20of%20individual%20investors.pdf> Hämtad: 7.2.2022.

Berk, J., DeMarzo, P, & Harford, J., 2018a, *Fundamentals of Corporate Finance, Global Edition*, vol 4, s. 472. Tillgänglig: <https://www.perlego.com/book/838622/fundamentals-of-corporate-finance-global-edition-pdf> Hämtad: 4.4.2022.

Berk, J., DeMarzo, P, & Harford, J., 2018b, *Fundamentals of Corporate Finance, Global Edition*, vol 4, s. 374-375. Tillgänglig: <https://www.perlego.com/book/838622/fundamentals-of-corporate-finance-global-edition-pdf> Hämtad: 4.4.2022.

Cameron, S, & Price, Deborah., 2019, *Business Research Methods*, s. 22. Tillgänglig: <https://www.perlego.com/book/1589668/business-research-methods-a-practical-approach-pdf> Hämtad: 6.3.2022.

Cision, 2016, *Tokmanni Group Corporation: The final offering price in Tokmanni Group Corporation's initial public offering has been set at EUR 6.70 per share*. Tillgänglig: <https://news.cision.com/tokmanni-group-oyj/r/tokmanni-group-corporation--the-final-offering-price-in-tokmanni-group-corporation-s-initial-public-offering-has-been-set-at-eur-6-70-per-share,c2391645> Hämtad: 15.4.2022.

Cohen, B, & Dean, T., 2005, *Information asymmetry and investor valuation of IPOs: top management team legitimacy as capital market signal*, s. 1-2. Tillgänglig: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1002/smj.463> Hämtad: 15.2.2022.

Consti, 2015, *Consti Group Plc: Consti's share sale concluded successfully – the final sale price set at EUR 9.50 per share*. Tillgänglig: <https://otp.tools.investis.com/clients/fi/consti/omx1/omx-story.aspx?cid=1257&newsid=67605&culture=en-US> Hämtad: 15.4.2022.

Digia, 2015, *Jakautumisesite*, s. 1. Tillgänglig: <https://digia.com/globalassets/sijoittajat/jakautuminen/jakautumisesite.pdf> Hämtad: 8.4.2022.

Enento, 2015, *Asiakastieto Group Oyj: Asiakastieto's share sale concluded successfully – final sale price set at EUR 14.75 per share*. Tillgänglig: <https://enento.com/releases/single-rele-ase/?var=https://rss.globenewswire.com/HexMLItem/Content/FullText/Attachments/All/Identifier/719141/language/en&date=20150326> Hämtad: 15.4.2022.

Engelen, P-J, & van Essen, M., 2010, Underpricing of IPOs: Firm-, issue- and country specific characteristics, *Journal of Banking & Finance*, s. 1958.1959. Tillgänglig: <https://www-sciencedirect-com.ezproxy.arcada.fi:2443/science/article/pii/S0378426610000117> Hämtad: 13.2.2022.

Evli Pannki Oyj, 2015. *Esite*, s. 1. Tillgänglig: <https://www.finanssivalvonta.fi/en/registers/register-of-prospectuses/register-of-prospectuses-2005-2020/#1> Hämtad: 15.4.2022.

Fama, E., 1970, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance*, vol. 25, nr 2, s. 383. Tillgänglig: <http://efinance.org.cn/cn/fm/Efficient%20Capital%20Markets%20A%20Review%20of%20Theory%20and%20Empirical%20Work.pdf> Hämtad: 27.2.2022.

Finansinspektionen, 2020, *Börsintroduktion*. Tillgänglig: <https://www.finanssivalvonta.fi/sv/Kapitalmarknaden/Emittenter-och-investerare/borsintroduktion/> Hämtad 28.2.2022.

Finlands Bank, 2021, *Market value of Finnish shares and shareholdings soared*. Tillgänglig: <https://www.suomenpankki.fi/en/Statistics/saving-and-investing/older-news/2021/market-value-of-finnish-shares-and-shareholdings-soared/> Hämtad: 5.2.2022.

Ghonyan, L., 2017, *Advantages and Disadvantages of going public and Becoming a Listed Company*, s. 2. Tillgänglig: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2995271 Hämtad: 23.2.2022.

Hair Jr, J., Page, M, & Brunsveld, N., 2019, *Essentials of Business Research Methods*, s. 21. Tillgänglig: <https://www.perlego.com/book/1601160/essentials-of-business-research-methods-pdf> Hämtad: 6.3.2022.

Heale, R, & Twycross, A., 2015, Validity and reliability in quantitative studies, *Evid Based Nurs*, vol. 18, nr 3, s. 66. Tillgänglig: <https://ebn.bmj.com/content/ebnurs/18/3/66.full.pdf> Hämtad: 25.3.2022.

Ilta-Sanomat, 2013, *Restamax Listautui – osake ampaisi*. Tillgänglig: <https://www.is.fi/taloussanomat/porssiuutiset/art-2000001818025.html> Hämtad: 15.4.2022.

Jamaani , F, & Alidarous, M, 2019, Review of Theroretical Explenations of IPO Underpricing, *Journal of Accounting, Business and Finance Research*, vol. 6, nr 1, s. 11-12.

Tillgänglig:

https://www.researchgate.net/publication/335919142_Review_of_Theoretical_Explanations_of_IPO_Underpricing Hämtad: 4.5.2022

Keloharju, M., 1993, The winner's curse, legal liability, and the long-run price performance of initial public offerings in Finland, *Journal of Financial Economics*, nr 34, s. 273.

Tillgänglig: <https://www.aalto.fi/sites/g/files/flghsv161/files/2018-12/winnerscurse.pdf>

Hämtad: 14.2.2022.

Lee, I., Lochhead, S., Ritter, J, & Zhao, Q., 1996, The Costs of Raising Capital, *The Journal of Financial Research*, vol. 19. Tillgänglig:

<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1475-6803.1996.tb00584.x> Hämtad:

29.4.2022.

Lehto, 2016, *The Initial Public Offering of Lehto Group Plc Has Been Successfully Completed – The Final Subscription Price is 5.10 Per Share*. Tillgänglig:

<https://lehto.fi/en/cision/the-initial-public-offering-of-lehto-group-plc-has-been-successfully-completed-the-final-subscription-price-is-eur-5-10-per-share/> Hämtad:

25.4.2022.

Lin, D.K.J., Kao, L. & Chen, A. 2010, Winner's Curse in Initial Public Offering Subscriptions with Investors' Withdrawal Options. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, vol. 39, s. 3-4. Tillgänglig:

<https://doi.org/10.1111/j.2041-6156.2009.00001>. Hämtad:

14.2.2022.

Ljungqvist, A., 2004a, *IPO Underpricing: A Survey*, s. 1–2. Tillgänglig:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=609422 Hämtad: 16.2.2022.

Ljungqvist, A., 2004b, *IPO Underpricing: A Survey*, s. 51-55. Tillgänglig:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=609422 Hämtad: 16.2.2022.

Ljunqvist, A., 2007, IPO Underpricing, *Handbook of Corporate Finance*, vol. 1, s. 402-405. Tillgänglig:

http://untagsmd.ac.id/files/Perpustakaan_Digital_1/CORPORATE%20FINANCE%20Handbook%20of%20corporate%20finance%20empirical%20corporate%20finance.pdf#page=402

Hämtad: 28.2.2022.

Malkiel, B., 2003, The Efficient Market Hypothesis and Its Critics, *Journal of Economic Perspectives*, vol 17, nr 1, s. 59. Tillgänglig:

<https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257%2F089533003321164958> Hämtad:

27.2.2022.

Nasdaq, 2021, *Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares*, s. 42-45. Tillgänglig:

https://www.nasdaq.com/docs/2021/04/08/Nordic-Main-Market-Rulebook-for-Issuers-of-Shares-1-February-2021_0.pdf Hämtad: 28.2.2022.

Nasdaq, 2020, *OMXHGI*. Tillgänglig:

<https://indexes.nasdaqomx.com/Index/Overview/OMXHGI> Hämtad: 5.4.2022.

Pihlajalinna, 2015, *Pörssitiedote*, s. 1. Tillgänglig:

<https://investors.pihlajalinna.fi/~media/Files/P/Pihlajalinna-IR-V2/documents/fi/pricing-release-fi.pdf> Hämtad: 15.4.2022.

Ritter, J., 1991, *The Long-Run Performance of initial Public Offerings*, s. 3-4. Tillgänglig:

<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03743.x> Hämtad:

29.1.2022.

Ritter, J, & Welch I., 2002, A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations, *Journal of Finance*, nr 4, s. 1976. Tillgänglig:

<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/1540-6261.00478> Hämtad: 5.2.2022.

Saunders, N.K., Thronhill, A, & Lewis, P., 2019, *Research Methods for Business Students*, s. 178. Tillgänglig: <https://www.perlego.com/book/971477/research-methods-for-business-students-pdf> Hämtad: 6.3.2022.

Scanfil, 2011, *Scanfil Plc's Listing Application Submitted to Nasdaq OMX Helsinki Oy*, s. 1. Tillgänglig: <https://www.scanfil.com/wp-content/uploads/2020/11/Demerger-2.12.2011-SCANFIL-PLCS-LISTING-APPLICATION-SUBMITTED-TO-NASDAQ-OMX-HELSINKI-OY.pdf> Hämtad 8.4.2022.

Statista, 2022a, *Average first-day gains after IPO in the Unites States from 2008 to 2020*. Tillgänglig: <https://www-statista-com.ezproxy.arcada.fi:2443/statistics/914701/first-day-gains-after-ipo-usa/> Hämtad: 24.1.2022.

Statista, 2022b, *Largest stock exchanges in Europe as of January 2021, by domestic market capitalization*. Tillgänglig: <https://www.statista.com/statistics/693587/stock-exchanges-market-capitalization-europe/> Hämtad: 5.2.2022.

U.S. Securities and Exchange Commission, 2013, Investing in an IPO, *Investor Bulletin*, nr 133, s. 1-2. Tillgänglig: <https://www.sec.gov/files/ipo-investorbulletin.pdf> Hämtad: 6.1.2022.

Vanguard, u.å, *Trading on the primary & secondary markets*. Tillgänglig: <https://investor.vanguard.com/investing/online-trading/primary-secondary-market> Hämtad: 14.2.2022.

Valmet, 2013, *Demerger Prospectus*, s. 1. Tillgänglig: <https://www.valmet.com/globalassets/investors/demerger/valmet-demerger-prospectus.pdf> Hämtad: 8.4.2022.

YIT, 2013, *Demerger Note and Summary*, s. 1. Tillgänglig: <https://www.yitgroup.com/siteassets/investors/yit-as-an-investment/demerger/demerger-note-and-summary-final.pdf> Hämtad: 8.4.2022.

DATABASER

Kauppalehti, 2022. Tillgänglig: <https://www-kauppalehti-fi.ezproxy.arcada.fi:2443/porssi/kurssit/XHEL> Hämtad: 2.5.2022.

Nasdaq Nordic, 2022. Tillgänglig: <http://www.nasdaqomxnordic.com/osakkeet> Hämtad: 2.5.2022.

BILAGOR

DIVIDENDER	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Lehto Group				0.18	0.28	0.2	0	0
Tokmanni Group				0.51	0.41	0.5	0.62	0.85
Consti			0.39	0.54	0	0	0.16	0.4
Evli Pankki			0.02	0.02	0.03	0.03	0.03	0.04
Pihlajalinna			0	0.15	0.16	0.1	0	0.2
Enento Group			1	0.9	0.95	0.95	0.95	0.95
NoHo Partners	0.09	0.22	0.27	0.3	0.33	0.34	0	0

Årlig Avkastning för bolagen	Första dag	1 År	2 År	3 År	4 År	5 År
Lehto Group	-1%	99%	0%	-62%	-69%	71%
Tokmanni Group	0%	42%	-22%	12%	34%	107%
Consti Oyj	2%	55%	-33%	-39%	5%	59%
Evli Pankki	-4%	-19%	36%	-11%	15%	21%
Pihlajalinna	0%	49%	5%	-32%	-9%	32%
Enento Group	1%	-3%	32%	37%	-4%	2%
NoHo Partners	4%	-25%	35%	28%	24%	19%

OMXHGI	Öppningskurs	Första dag	1 År	2 År	3 År	4 År	5 År
Lehto Group	17720.07	17802.66	22177.65	24424.13	24595.05	22157.62	32866.05
Tokmanni Group	17802.66	17598.58	22440.23	24424.13	24595.05	22961.45	33042.61
Consti	18486.04	18002.6	19844.53	22217.97	21768.18	24439.56	28919.23
Evli Pankki	19124.97	19239.1	18988.72	22218.73	22599.25	24239.63	28960.34
Pihlajalinna	18776.09	18617.02	18077.34	23085.04	25252.62	23268.21	25243.15
Enento Group	19174.47	19083.03	17487.14	20871.64	22906.18	24031.73	19649.01
NoHo Partners	14693.32	14705.65	16512.42	19102.05	19091.05	22333.21	22199.38

Årlig avkastning för indexet	Första dag	1 År	2 År	3 År	4 År	5 År
Lehto Group	0%	25%	10%	1%	-10%	48%
Tokmanni	-1%	28%	9%	1%	-7%	44%
Consti	-3%	10%	12%	-2%	12%	18%
Evli Pankki	1%	-1%	17%	2%	7%	19%
Pihlajalinna	-1%	-3%	28%	9%	-8%	8%
Enento Group	0%	-8%	19%	10%	5%	-18%
NoHo Partners	0%	12%	16%	0%	17%	-1%