

Børsintroduksjoner

Prising av norske børsintroduksjoner med vekt på oljerelaterte selskaper

Andreas Samuelsen og Lars Kristian Tveter

Veileder: Professor Ph.D. Thore H. Johnsen

Utredning i fordypnings-/spesialområdet: Finansiell økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i masterstudiet i økonomisk-administrative fag ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen inntår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Vår utredning tar for seg 38 børsintroduksjoner i perioden 01.01.04 til 31.12.05. Vi har fokusert spesielt på de 12 oljerelaterte selskapene som ble introdusert i perioden. I analysen har vi sett på selskapenes avkastning på kort og lang sikt og sammenlignet med den generelle avkastningen i aksjemarkedet, målt ved OSEBX indeksen. De oljerelaterte selskapene har vi også sammenlignet med bransjen, målt ved OSE10 Energy indeksen. Videre har vi sett på om det er noen sammenheng mellom hvor emisjonskursen blir satt i forhold til indikert pris (indikert prisintervall) og størrelsen på startavkastningen. Til slutt har vi rangert meglerhusene (som har rollen som tilrettelegger i en børsintroduksjon) basert på antall selskaper de er tilrettelegger for i perioden og sammenholder dette med startavkastning for å undersøke om det foreligger en sammenheng.

Den teoretiske delen innledes med å beskrive grunnen til at selskaper velger å gå på børs samt en beskrivelse av børsintroduksjonsprosessen.

Videre legger vi forholdsvis stor vekt på å gjøre rede for ulike teorier som prøver å forklare den til dels høye startavkastningen på kort sikt og den dårlige avkastningen på lang sikt som man har observert i de fleste aksjemarkeder.

I analysen har vi kommet frem til at startavkastningen, justert for den generelle markedsutviklingen, gjennomsnittlig for selskapene samlet har vært på 2,21 %. For de oljerelaterte selskapene har startavkastningen vært høyere (4,84 %), mens startavkastningen til de ikke oljerelaterte var lavere (1,12 %). Dette er resultater som er langt lavere enn det som har vært observert i tidligere studier.

Vi ser også på om det er noen sammenheng mellom hvor emisjonsprisen havner i prisintervallet og startavkastningen. For de ikke-oljerelaterte selskapene ser vi at der emisjonskursen havner i den øvre delen av prisintervallet er det en positiv startavkastning, mens startavkastningen er negativ for de selskapene der emisjonsprisen havner i nedre del av prisintervallet. For de oljerelaterte selskapene er startavkastningen, noe overraskende, svært positiv når emisjonskursen havner i nedre del av intervallet.

I analysen av tilretteleggers betydning for startavkastningen får vi ikke noe entydig resultat. Vi har rangert tilretteleggerne etter antall børsintroduksjoner de har gjennomført i perioden.

Den tilretteleggeren med flest børsintroduksjoner har i gjennomsnitt en positiv startavkastning, mens flere av tilretteleggerne med få børsintroduksjoner har negativ startavkastning.

For å sammenligne selskapenes avkastning på lengre sikt i forhold til den generelle markedsutviklingen, og for oljesektoren spesielt, har vi beregnet den markedsjusterte avkastningen etter 3 mnd, 6 mnd, 9 mnd og 12 mnd. For selskapene samlet reduseres den markedsjusterte avkastningen fra 9,96 % etter 3 mnd til 0,01 % etter 12 mnd. Det samme bilde får vi når vi kun ser på de ikke-oljerelaterte selskapene der den markedsjusterte avkastningen er -26,32 % etter 12 mnd. Dette stemmer overens med tidligere empiri. Ser vi spesielt på de oljerelaterte selskapene har de en helt annen utvikling på lang sikt. Her øker den langsiktige markedsjusterte avkastningen fra 12,57 % etter 3 mnd til 68,46 % etter 12 mnd. Sammenligner vi de oljerelaterte selskapene med bransjen, blir den markedsjusterte avkastningen redusert til 39,33 % etter 12 mnd. Det at de nye oljeselskapene har gjort det til dels mye bedre enn resten av selskapene på børsen samt bransjen, strider med tidligere empiri.

Forord

Denne utredningen er skrevet som et ledd i masterstudiet i økonomisk-administrative fag ved Norges Handelshøyskole. Vi har begge hatt finans som fordypningsområde, og i perioden fra vi startet på masterstudiet til vi skulle begynne på utredningen vår steg Oslo Benchmark Indeks fra 202 till 333, en oppgang på 65 %. I kjølvannet av denne oppgangen valgte 68 selskaper å dra nytte av optimismen i markedet ved å gå på børs i løpet av 2004 og 2005. Særlig selskaper i oljesektoren fikk mye oppmerksomhet i finanspressen, og antall oljerelaterte selskaper på Oslo Børs gikk fra 16 til 32 i 2004 og 2005. Med tanke på at prisen på Brent Blend steg 89 % i samme periode er dette kanskje ikke så rart. Vår interesse for 'corporate finance' gjorde at vi ble interessert i å se på hvordan nye selskaper blir priset på børsen.

Sammenlignet med tidligere studier på dette temaet, har nok vårt arbeid blitt gjort noe enklere på grunn av internett. Selskapene selv og Oslo Børs har mye av informasjonen vi trenger tilgjengelig på sine hjemmesider. Allikevel har det gått med mye tid til å hente inn informasjon i prospekter og i Datastream. Vår prosess kunne også vært mer effektiv. Dersom vi hadde hatt det enda klarere for oss hva vi trengte av informasjon og bare trengte å hente frem prospektene en gang, ville vi nok ha spart tid. På den annen side var det nye aspekter som dukket opp etter hvert som vi lærte mer om prosessen selskapene går igjennom før børsintroduksjonen. Og det skal ikke legges skjul på at vi lærte så mye underveis, at det er lett å være etterpåkklok.

Vi vil takke tilretteleggere, CFOer og informasjonsmedarbeidere i de forskjellige selskapene med god hjelp i informasjonsinnhentingfasen. Videre vil vi takke Professor Jay R. Ritter ved University of Florida for rask respons på henvendelser angående hans artikler.

Takk til Irene Hareide for strålende jobb med korrekturlesing.

Til slutt vil vi gjerne rette en stor takk til vår veileder Thore H. Johnsen for nyttige og verdifulle innspill, samt klare tilbakemeldinger i prosessen med å fullføre denne utredningen.

Innholdsfortegnelse

SAMMENDRAG	1
FORORD	3
INNHOLDSFORTEGNELSE	4
1. INNLEDNING	7
1.1 INTRODUKSJON.....	7
1.2 PROBLEMSTILLING OG AVGRENSNING	9
1.3 OPPGAVENS STRUKTUR	9
2. BØRSINTRODUKSJON	11
2.1 BAKRUNN FOR BØRSINTRODUKSJON.....	11
2.1.1 <i>Foretningsstrategi</i>	11
2.1.2 <i>Finansiell strategi</i>	11
2.1.3 <i>Exit for nåværende aksjonærer</i>	12
2.1.4 <i>Motstandsstrategi</i>	14
2.2 BØRSINTRODUKSJONSPROSESSEN.....	14
2.2.1 <i>Opptakskrav ved Oslo børs</i>	14
2.2.2 <i>Selve børsintroduksjonsprosessen</i>	15
2.2.3 <i>Timing av børsintroduksjoner</i>	18
3. PROBLEMATIKKEN RUNDT PRISING	20
3.1 TIDLIGERE EMPIRI	20
3.1.1 <i>Høy startavkastning</i>	20
3.1.2 <i>Overprising på lengre sikt ?</i>	22
3.2 ÅRSAKER TIL UNDERPRISING PÅ KORT SIKT	23

3.2.1	<i>Teorier basert på asymmetrisk informasjon</i>	24
3.2.2	<i>Lemonsproblemet</i>	24
3.2.3	<i>Winners curse</i>	25
3.2.4	<i>Tilretteleggers omdømme</i>	25
3.2.5	<i>Kaskade-teorien</i>	26
3.2.6	<i>Bookbuilding</i>	26
3.2.7	<i>Prinsipal-Agent-teori</i>	26
3.2.8	<i>Substitutt-teorien</i>	26
3.2.9	<i>Partial Adjustment</i>	27
3.2.10	<i>Teorier basert på symmetrisk informasjon</i>	28
3.2.11	<i>Teorier som fokuserer på allokering av aksjer</i>	28
3.2.12	<i>Interessekonflikt</i>	28
3.2.13	<i>Prospekt-teorien</i>	29
3.2.14	<i>Valg av investorer</i>	29
3.2.15	<i>Hvorfor blir ikke utsteder misfornøyd med å legge igjen penger på bordet?</i>	30
3.3	PRISUTVIKLING PÅ LANG SIKT	31
3.3.1	<i>Divergerende forventninger</i>	31
3.3.2	<i>Impresario, overoptimisme</i>	32
3.3.3	<i>Regnskapsføring</i>	33
3.3.4	<i>Flipping</i>	33
3.3.5	<i>Windows of opportunity</i>	33
3.3.6	<i>Effisiensi i markedet</i>	34
3.3.7	<i>Langsiktig overprising skyldes statistisk målefeil</i>	34
3.4	MODELLER FOR PRISING	35

3.4.1	<i>Discounted cash Flow (DCF)</i>	35
3.4.2	<i>Realopsjonsmetoden</i>	37
3.4.3	<i>Aktivabaserte modeller</i>	37
3.4.4	<i>Relative prisingsmodeller</i>	38
4.	ANALYSE AV STARTAVKASTNING	40
4.1	DATA.....	40
4.2	METODE	42
4.3	RESULTATER	44
4.4	TOLKNING AV RESULTATER.....	49
5.	ANALYSE AV LANGSIKTIG AVKASTNING	52
5.1	DATA.....	52
5.2	METODE	54
5.3	RESULTATER	55
5.4	TOLKNING AV RESULTATER.....	59
6.	KONKLUSJON	62
	LITTERATURLISTE	63

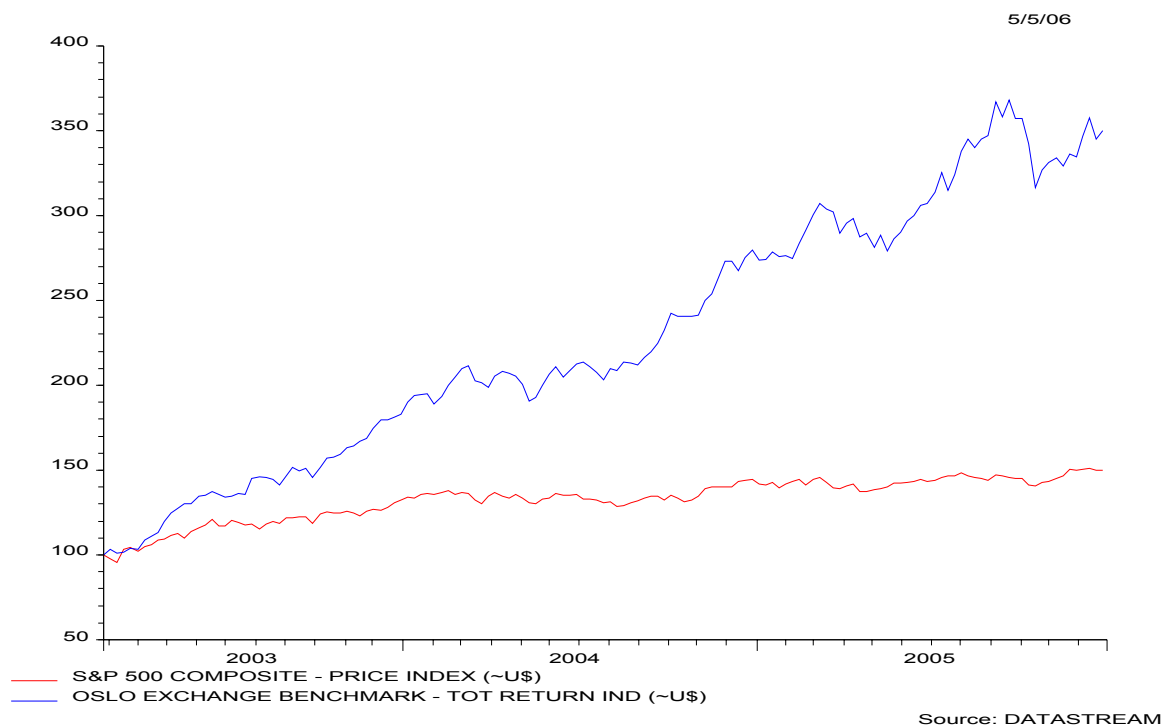
1. Innledning

1.1 Introduksjon

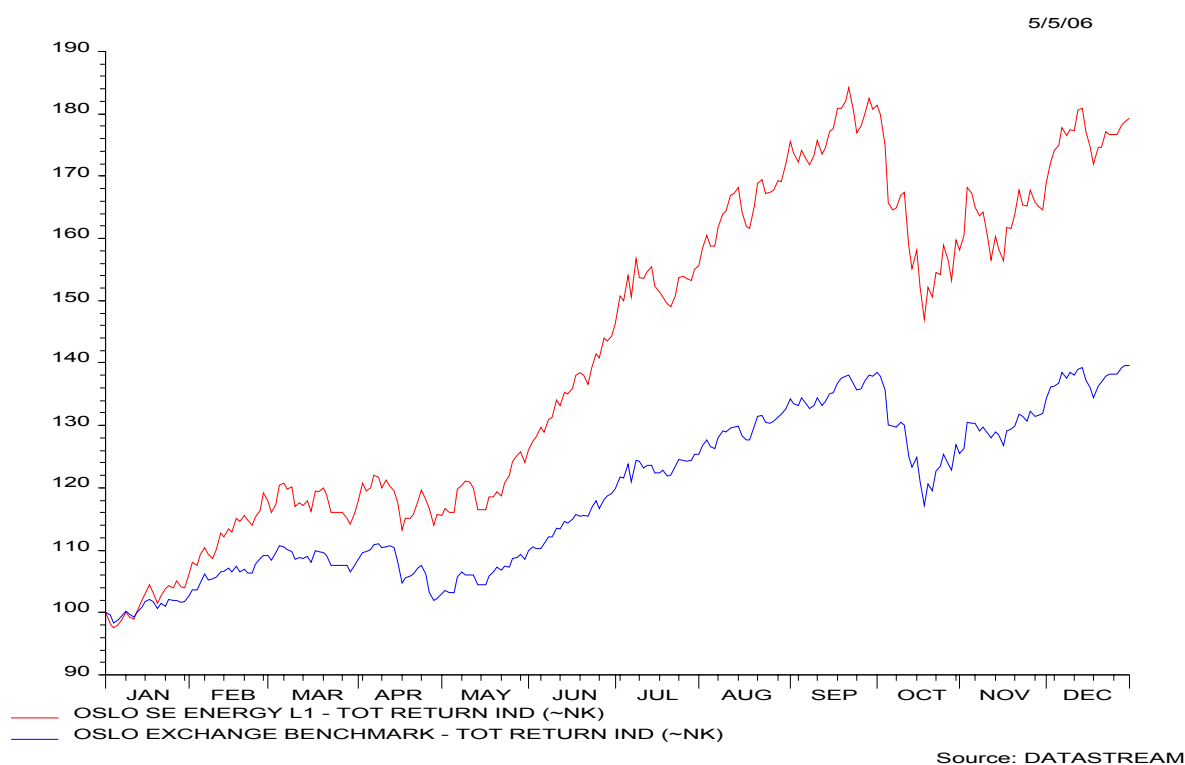
Når det foretas en offentlig aksjekapitalutvidelse i forbindelse med en notering på børsen, har vi en IPO (initial public offering). Vi vil bruke IPO og børsintroduksjon synonymt i oppgaven. Det er selskaper som foretar en børsintroduksjon som er gjenstand for analyse i denne oppgaven.

Fokuset i oppgaven er på oljerelaterte selskaper, hvordan kortsiktig og langsiktig avkastning er for oljeselskaper som har foretatt en børsintroduksjon på Oslo Børs. For å kunne belyse resultatene relativt til andre selskaper, vil også en tilsvarende analyse av ikke oljeselskaper foretas. Dette for å se om det er noen systematiske forskjeller mellom de oljerelaterte selskapene og resten av selskapene som er børsintrodusert i perioden. Vi vil også analysere alle selskapene samlet.

Forklaringen på valg av periode er at det var en spesielt kraftig oppgang på Oslo Børs i perioden, samtidig med en kraftig økning i børsintroduksjoner og da spesielt oljerelaterte selskaper. Siden hovedindeksens bunn 25. februar 2003 har indeksen løftet seg 237 prosent, som er meget sterkt også i internasjonal målestokk. Her sammenlignet med S&P 500 som har løftet seg 49 prosent i samme perioden.



Vi har valgt å se spesielt på oljeselskapene da Oslo Børs ofte refereres til som en oljebørs og fordi det har vært en kraftig oppgang i oljeprisen i perioden. Det liten tvil om at det er olje- og oljerelaterte selskaper som dro det meste av lasset, noe som uttrykkes i oppturen for energiindeksen på 79,5 prosent i 2005. Her vist i forhold til OSEBX Energi Indeksen. Det er disse to indeksene vi benytter som benchmark i oppgaven.



1.2 Problemstilling og avgrensning

Formålet med oppgaven er å analysere avkastningen på selskaper som er blitt introdusert på Oslo Børs i perioden 01.01.04 til 30.12.05. Denne avkastningen vil bli sammenlignet med den generelle markedsavkastningen, målt ved Oslo Børs Benchmark Indeks, og for selskaper i oljesektoren med en indeks for energisektoren. Vi vil se på om prisingen av selskap i oljesektoren avviker fra resten av markedet og fra prising av selskaper i samme sektor. Dette gjør vi ved å skille ut selskapene i oljesektoren for å vise avkastningsforskjeller på kort og lang sikt.

Med børsintroduksjon mener vi kun de selskap som blir notert for første gang, samtidig som de har foretatt en aksjekapitalutvidelse eller et offentlig aksjesalg. Selskaper som er tatt av børs og senere introdusert igjen, inngår dermed ikke i undersøkelsen. Fisjoner fra børsnoterte selskaper og fusjoner der minst et av selskapene har vært børsnotert tidligere er ikke tatt med, da begge tilfeller delvis har vært priset i markedet og ikke kan betraktes som nyintroduksjoner. Selskaper som har foretatt en rettet emisjon i forkant av børsnoteringen eller notering av grunnfondsbevis er også utelatt.

1.3 Oppgavens struktur

I kapittel 2 tar vi for oss hvorfor selskaper ønsker å bli børsnotert og hvilke krav Oslo Børs stiller til selskapene. Vi forsøker også her å gi en skisse av hvordan børsintroduksjonsprosessen foregår i det norske markedet.

I kapittel 3 ser vi nærmere på prisingsproblematikken rundt børsintroduksjonene. Vi ser nærmere på empiriske resultater fra tilsvarende studier som er foretatt i ulike markeder. Med utgangspunkt i resultatene fra tidligere empiri, vil vi beskrive teoretiske forklaringer på den markedskorrigerte avkastningen like etter børsintroduksjonen og den markedsjusterte dårlige avkastningen på lengre sikt. Det blir også kort beskrevet ulike måter å prise et selskap på.

I kapittel 4 presenterer vi den empiriske analysen av startavkastningen til de selskapene som ble notert på Oslo børs i perioden 01.01.04 til 30.12.05. Vi deler selskapene i oljerelaterte og ikke-oljerelaterte selskaper, samt at vi ser på hvilken innvirkning plassering av emisjonskurs

i prisintervallet og tilrettelegger har på startavkastningen. Datamaterialet, metoden, resultatet og kommentarer til resultatet blir presentert.

Kapittel 5 tar for seg den markedsjusterte avkastningen på lengre sikt for de samme selskapene. Det hele avslutes med en konklusjon i kapittel 6.

2. Børsintroduksjon

2.1 Bakgrunn for børsintroduksjon

For lettere å forstå bakgrunnen for en børsintroduksjon kan det være interessant å se på drivkreftene bak en slik introduksjon. Vi vil også kort forklare de formelle og praktiske skrittene i en slik introduksjon. En børsintroduksjon blir som oftest drevet fram av et ønske om mer kapital for å kunne finansiere ytterligere vekst. Denne motivasjonen til å vokse kan forklares med bakgrunn i fire følgende forhold.

2.1.1 Foretningsstrategi

I løpet av et selskaps livssyklus vil man, før eller senere, befinne seg i en situasjon der ekspansjon og restrukturering vil være en hensiktsmessig del av selskapets forretningsstrategi. Det kan være snakk om intern vekst, der man begir seg inn på nye forretningsområder gjennom produktutvikling, eller at man går inn på nye geografiske markeder. Den planlagte veksten vil skape et behov for ytterligere kapital. De eksisterende eierne i selskapet har ofte ikke ønske eller kapasitet til å skyte inn den kapitalen som trengs. En børsintroduksjon i forbindelse med en aksjeemisjon vil kunne gi selskapet tilgang på den nødvendige kapital. Noen av disse nye aksjonærene kan være deltagere i strategiske allianser, dermed tilfører de selskapet ny kompetanse og kanskje også utvider de nettverket, som ofte er viktig i en slik vekstfase.

2.1.2 Finansiell strategi

Den finansielle strategien vil være en viktig del av selskapets forretningsstrategi. Den skal tilrettelegge nødvendig kapital for gjennomføring av nødvendige tiltak for å nå selskapets forretningsmål. Det kreves at strategien definerer optimal kapitalstruktur, optimal aksjonærstruktur og plan for å opprettholde likviditet og reprising av aksjen. (Gretland 1997) En velformulert finansiell strategi og børsintroduksjon vil kunne øke likviditeten i aksjen. Johnsen og Sættem (1996) gjorde rede for potensielle fordeler ved likviditet.

- Likviditet leder til lavere avkastningskrav fra investorene og dermed lavere kapitalkostnad for selskapet.
- Likviditet leder til lavere transaksjonskostnader (forskjellen mellom kjøps- og salgskurs reduseres) som igjen betyr større avkastning på sparte midler og lavere kapitalkostnad for selskapene.
- Likviditet gir større mulighet til å hente kapital når det skulle trenge.
- Likviditet gir en mer korrekt løpende prising av aksjene og markedets overvåkning av selskapene, og kontroll med ressursbruken vil fungere bedre. Flere informasjonssøkere i markedet vil redusere muligheten for store gevinster på innsidehandel.
- Likviditet kan gi lavere kursvolatilitet. En likvid børs vil lette resirkulering av kapital i økonomien ved å frigjøre kapital fra ulønnsomme prosjekter til mer lønnsomme prosjekter, også til selskaper utenfor børsen.

Flere av disse punktene tilsier at investorer vil ha et lavere avkastningskrav til selskapets verdipapirer, dette vil føre til lavere kapitalkostnader som igjen leder til høyere verdi på selskapet.

2.1.3 Exit for nåværende aksjonærer

Ritter og Welch (2002) påpeker at entreprenørene av selskapet vil få en mulighet til å realisere verdiene som er skapt i selskapet. Før eller siden vil entreprenørene være interessert i å selge hele eller deler av selskapet. De kan være interessert i å diversifisere porteføljen sin og ikke sitte med alle eggene i en kurv. På dette tidspunktet i selskapets livssyklus kreves som oftest ikke så risikosøkende kapital som venture kapitalen, men hvis selskapet ikke er børsnotert kan det være vanskelig å finne potensielle kjøpere. En børsintroduksjon vil være med på å realisere disse verdiene som vil gi en vel så bra pris som alternativet direkte salg.

Den effektive prisen ved en børsintroduksjon, kun eksisterende aksjer som legges ut til salg, vil fra nåværende aksjonærs side vil være (Gretland 1997):

$$FPo + (1-F)E(Pe)$$

F = andel av totalt antall aksjer som selges på selve børsintroduksjonstidspunktet.

Po = salgsprisen per aksje på børsintroduksjonstidspunktet

E(Pe) = nåverdien av den forventede pris per aksje på et tidspunkt etter børsintroduksjonen

Hvis nåværende aksjonærer ønsker å sammenligne et alternativt direktesalg av hele foretaket umiddelbart med børsintroduksjon og påfølgende salg, må to forhold vurderes. Man må se på salgskurs per aksje ved emisjon og fremtidig aksjepris. Hvis vi kaller pris ved umiddelbart salg av foretaket for Ps, gjelder følgende betingelse for lønnsom børsintroduksjon:

$$FPo + (1-F) E (Pe) > Ps$$

Denne betingelsen kan være oppfylt selv om $Po < Ps$. Så lenge $E (Pe) > (Ps - Fpo) / (1-F)$ er betingelsen oppfylt.

Det er flere grunner til at nåværende aksjonærer kan forvente en kursoppgang på sine aksjer etter en børsintroduksjon (Gretland 1997):

- En bredere aksjonærstruktur og høyere likviditet i aksjen vil kunne føre til en reprising av aksjen. I forbindelse med en børsintroduksjon vil nåværende aksjonærer som oftest foreta et spredningssalg som vil gi en ytterligere spredt aksjonærstruktur.
- Spredningssalg og emisjon gjennomføres oftest til en "rabatt" i forhold til en forventet børskurs etter emisjonen.
- Nåværende aksjonærer har mer informasjon enn resten av markedet om selskapets virkelige verdi. Det kan skyldes at dagens hovedaksjonærer er sentrale i ledelsen av selskapet, og derfor sitter på mer informasjon enn de fleste om selskapets strategi og omstendigheter.

2.1.4 Motstandsstrategi

Hvis selskapet i utgangspunktet er underpriset og det fremsettes et oppkjøpstilbud, kan en børsnotering forventes å gi en høyere verdsettelse av selskapet enn oppkjøpsprisen. Dette fordi det stilles høyere krav til åpenhet hos børsnoterte selskaper, samt at analytikere, meglere, investorer og presse bruker denne nye informasjonen og større resurser på å avdekke verdiene i selskapet. Dette tilsier at selskapet blir riktigere og sikrere priset. Samtidig vil spredningssalget, som ofte skjer i forbindelse med børsintroduksjonen gjøre et oppkjøp vanskeligere. (Zingales 1995).

2.2 Børsintroduksjonsprosessen

2.2.1 Opptakskrav ved Oslo børs

Når et selskap skal gjennomføre en børsintroduksjon har Oslo Børs en del formelle krav som må oppfylles. Disse er nedfelt i ”Regler for opptak av aksjer og grunnfondsbevis mv på Oslo børs”. Vilkårene for børsnotering er sammenfattet på hjemmesiden til Oslo Børs. Som utgangspunkt kan aksjer utstedt av allmennaksjeselskaper, eller tilsvarende utenlandske selskaper, bli børsnotert hvis aksjene "antas å ha allmenn interesse og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning". I tillegg må følgende formelle krav oppfylles:

- Selskap og virksomhet må ha bestått i minst tre år. Børsstyret kan gi dispensasjon fra kravet under visse forutsetninger.
- Markedsverdi på minimum NOKM 300 på hovedlisten og NOKM 8 på SMB-listen.
- Minimum 25 prosent av aksjekapitalen spredt blant allmennheten. Børsstyret kan fravike denne grensen.
- Selskapet må ha minimum 1.000 børsposteiere på hovedlisten og minimum 100 børsposteiere på SMB-listen.
- Positivt driftsresultat i minst ett av de siste tre årene for notering på hovedlisten. I helt spesielle tilfeller kan selskaper få dispensasjon fra kravet.

- Det må utarbeides et introduksjonsprospekt.

Selskapets aksjer må dessuten være registrert i Verdipapirsentralen før notering kan finne sted og selskapet må være et allment aksjeselskap (ASA). Oslo Børs vil også gjennomgå og vurdere selskapets generelle økonomiske situasjon.

2.2.2 Selve børsintroduksjonsprosessen

For at børsintroduksjonen skal bli vellykket, er det nødvendig at denne prosessen blir styrt og kvalitetssikret. For å hjelpe til i dette arbeidet brukes det en tilrettelegger, som oftest et fondsmeglerforetak, som stiller med kompetanse og kontakt med meglerapparatet som sikrer at distribusjonskanalene ut mot investorene blir best mulig.

Prosjektorganisering

Etablering av prosjektorganisasjon er første ledd i prosessen som leder frem til børsintroduksjonen. Man definerer målsetninger, etablerer kriterier og foretar nødvendig organisering. Målsetningen settes med hensyn for de motiver som er bakgrunnen for børsintroduksjonen, som nevnt i tidligere kapittel. Kriteriene er knyttet til emisjonen/spredningssalget og omfatter tidsplan, preliminare prisvurderinger, antall nye og gamle aksjer som skal selges, eierstruktur, valg av instrumenter og ulike andre betingelser for transaksjonen. Prosjektgruppen består som oftest av selskapets ledelse og styre, revisor, juridisk rådgiver, informasjonsrådgiver, i tillegg til den finansielle rådgiveren (tilretteleggeren) som koordinerer prosessen (Holtan 1996).

Analyse og forberedelser

Med prosjektorganiseringen på plass, starter analyse og forberedelsesfasen. Ved en børsintroduksjon er det viktig å presentere selskapet for en bred masse av investorer. Før finansiell analyse kan presenteres, gjennomfører revisor og juridisk rådgiver såkalt due diligence. Formålet med en slik analyse er å sjekke revisjonsmessige og juridiske forhold som kan ha betydning for investorenes verdsettelse av selskapet.

For å kunne presentere sammenlignbare tall over tid, utarbeides som regel proforma resultat- og balanseoversikter, hvor konsistente regnskapsprinsipper og selskapsstrukturer er lagt til grunn. Due diligence utført av revisjonsselskaper kan i mange tilfeller også bli utvidet til å

omfatte en nærmere vurdering av betydelige aktiva- og passivaposter, selskapets interne rutiner for økonomistyring og lignende.

Juridisk due diligence har som funksjon å analysere juridiske dokumenter og identifisere problemstillinger av betydning for vurdering av selskapet. Dette skal gi investorene en dekkende og balansert fremstilling av juridiske spørsmål i tilknytning til børsintroduksjonen.

I tillegg til juridisk due diligence vil den juridiske rådgiveren normalt bistå i følgende forhold (Gretland 1997):

- Valg av transaksjonsstruktur
- Utarbeidelse av dokumentasjon i tilknytning til alle nødvendige vedtak som skal fattes av selskapets organer i forbindelse med børsintroduksjonen. Eksempler på dette er innkalling til generalforsamling, generalforsamlingsprotokoll, nye vedtekter med mer.
- Bistand ved endringer i selskapsstruktur som et ledd i omstruktureringen knyttet til børsintroduksjonen, og kontroll av skatterettslige, konsesjonsrettslige og konkurranserettslige problemstillinger.
- Utarbeidelse av garantiavtaler, ikke-salgavtaler, opsjonsavtaler til ledelsen, tegningsinnbydelser og juridisk erklæring til bruk i prospektet.

Neste steg er en bransjeanalyse som danner grunnlag for forutsetninger som gjøres i verdivurdering og prisfastsettelse av emisjonen/spredningssalg. Den endelige verdsettelsen legger vekt på følgende punkter:

- Vurdering av selskapets inntjening og evne til å generere kontantstrøm.
- Sammenlignende prissetting av andre tilsvarende selskaper i aksjemarkedet.
- Selskapets kapitaliserte verdi, aksjonærstruktur og forventede likviditet.
- Introduksjonsrabatt som er typisk ved emisjoner/spredningssalg.

Med verdsettelsen unnagjort, setter man opp en transaksjonsstruktur. Den består av en rekke sentrale parametere, herunder fastsettelse av (Gretland 1997):

- Emisjons- og spredningskurs.
- Emisjons- og spredningsstørrelse (implisitt andel solgt av selskapet fra gamle aksjonærer).
- Valg av instrumenter (ulike aksjeklasser, bruk av konvertible/opsjonsbaserte instrumenter).
- Eierstruktur.

I analysefasen utarbeides det også presentasjonsmateriale, samt børsintroduksjonsprospekt. Disse gir potensielle investorer en oversikt over transaksjonen, markedsforhold, selskapets strategi og virksomhet, organisering, finansielle hovedtall og due diligence.

Markedsføring/salg/plassering

Når selskapet har gjort alle analyser og forberedelser er det klart til å gå til markedet for å gjennomføre emisjon og spredningssalg. Hvordan man går frem i hvert tilfelle vil være avhengig av valgt emisjonsmodell. De mest vanlige emisjonsmodellene er fast pris, bookbuilding eller auksjon. Uavhengig av emisjonsmodell er det vanlig å gjøre et roadshow hvor selskapets ledelse sammen med tilretteleggeren presenterer transaksjonen, selskapets strategi, virksomhet og de finansielle hovedtall.

Fast pris modellen går ut på at man fastsetter prisen ved begynnelsen av salgsperioden. En fordel er at modellen er enkel og at det ikke oppstår uklarheter med hensyn til pris for investorene. *En annen fordel er at det blir mindre samarbeid mellom investorer for å senke/høyne prisen.* Fast pris modellen fører ofte til kortere salgsperiode og dermed redusert markedsrisiko. Den største ulempen med en slik modell er at man ikke oppnår en effektiv markedspris i *salgsøyeblikket*, noe som oftere fører til en høyere emisjonsrabatt tiltrekker seg investorer som kun er ute etter rabatten. Dette fører til overtegning hvor det kan være vanskelig å skille mellom investorer man ønsker og de som vil selge umiddelbart etter lanseringen. Det har negative konsekvenser for etterarbeidet med emisjonen.

Den andre vanlige modellen er *book-building modellen*. Ved denne metoden fastsetter man prisen etter at man har gjennomført en bred markedsføringsfase mot et bredt investorkollektiv. Det gjennomføres roadshow på 10-14 dager hvorpå investorene legger

inn bud på et antall aksjer til en viss pris. Den endelige prisen fastsettes og tildeling av aksjer skjer etter endt roadshow. Ved tildeling av aksjer legges det vanligvis vekt på investorkvalitet, pris, størrelsen på ordren, hvor tidlig den kommer samt indikasjon på etterspørsel i ettermarkedet. Denne modellen gir en markedstilpasset prising som fører til lavere garantirisiko som reduserer emisjonsrabatten. Ulempen er at det til tider kan være vanskelig å skape konkurranse blant investorene. Dessuten kan det lett oppstå forvirring blant investorene med tanke på emisjonsprisen. Ved bruk av book-building modellen er det spesielt viktig med et godt markedsføringsapparat, da etterspørsel er med på å fastsette emisjonsprisen.

Ved auksjon legger investoren inn bud på hvor mye de er villig til og kjøpe og til hvilken pris. Prisen settes så avhengig av tilbud og etterspørsel. Hvordan selve prisen settes varierer fra land til land (Biais og Faugeron, 2002). Den kan settes slik at tilbud er lik etterspørsel, eller den kan settes på bakgrunn av den samlede etterspørselen uten at tilbudet er lik etterspørselen, slik at tildelingen rasjoneres.

Børsnotering

Børsnoteringen bør skje så raskt som mulig etter tildeling for å skape likviditet i omsetning av selskapets aksjer. Det vil nå være i ledelsens interesse å sikre at aksjen ikke er underpriset, og det stilles større lovmessige krav til åpenhet og kommunikasjon med markedet. Selskapets overordnede målsetning er å skape tillit hos investorene i aksjemarkedet.

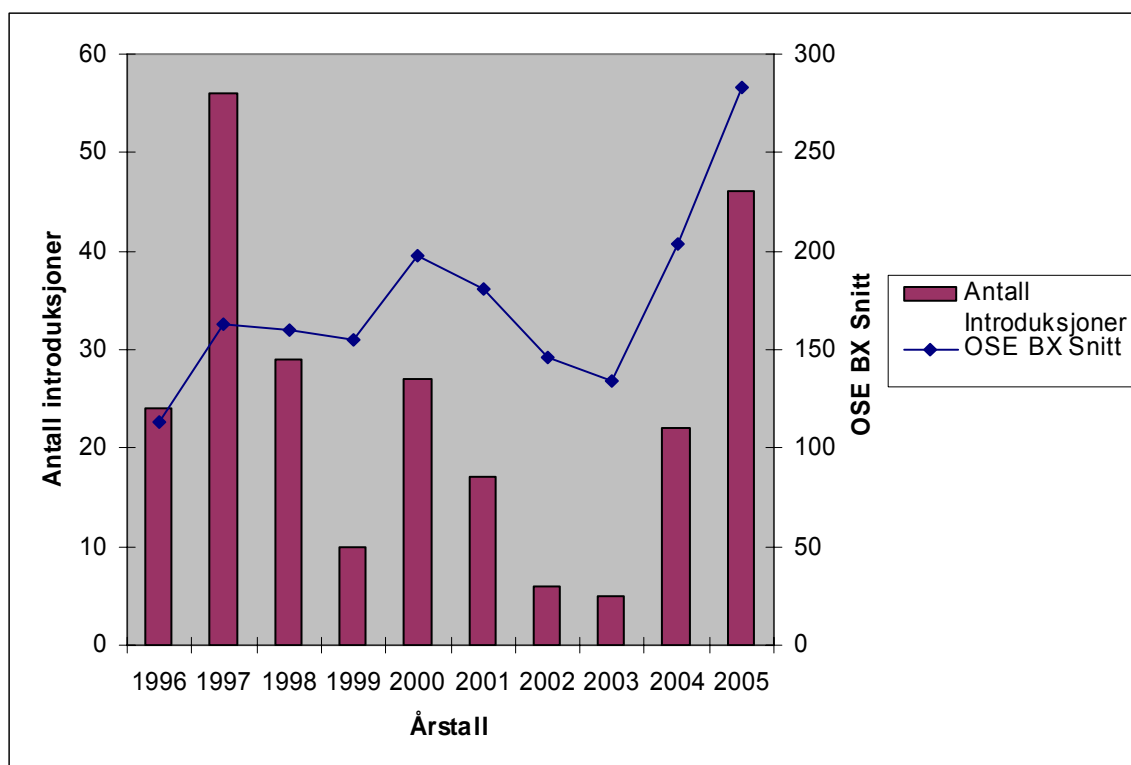
Informasjonen bør være av en slik karakter at den gir analytikere og investorer grunnlag for å forstå selskapets strategi, konkurranseposisjon og videre utvikling (Abrahamsen, 1999).

2.2.3 Timing av børsintroduksjoner

Antall selskaper som går på børs varierer sterkt fra år til år. Mer presist, viser empiri at børsintroduksjoner kommer i bølger og fenomenet omtales som "Hot issue markets" (Ritter 1984). Dette tyder på at entreprenørene timer tidspunktet for børsintroduksjonen, og underbygges av at det ofte er konsentrasjoner av børsintroduksjoner innenfor visse sektorer. Dette kan komme av at investeringsmulighetene på et tidspunkt er bedre i enkelte sektorer enn i andre, men det stemmer dårlig med funnene til Pagano, Panetta og Zingales (1998), at

det ikke er sammenheng mellom emisjoner og påfølgende økning i investeringer. Forklaringen ligger nok heller i at antallet børsintroduksjoner øker i perioder da aksjer generelt blir høyt priset av investorene. Entreprenørene velger også ofte å ta selskapene på børs når kontantstrømmene er høye, og dette sammenfaller med høye priser i aksjemarkedet, særlig siden kontantstrømmer er krysskorrelerte, særlig innenfor sektorer. Siden makroøkonomiske forhold i tillegg påvirker flere sektorer samtidig, vil det i oppgangstider ligge til rette for børsintroduksjon i store deler av markedet (Benninga m. fl. 2005). I disse periodene er det mest sannsynlig at entreprenørene vil få mest igjen for å selge seg ut av markedet. Ved å se på antall børsintroduksjoner og utviklingen i totalindeksen ser vi også denne sammenhengen på Oslo Børs.

Figur 3-1: Totalt antall børsintroduksjoner og gjennomsnittlig markedsavkastning målt ved OESBX



3. Problematikken rundt prising

3.1 Tidligere empiri

3.1.1 Høy startavkastning

Mye av forskningen rundt IPOs har vært knyttet til spørsmålet om underprising. Underprising blir reflektert gjennom en unormal høy avkastning når selskapet blir børsintrodusert. Introduksjonen er som regel første gang selskapene blir gjenstand for offentlig prisfastsettelse. Det er derfor grunn til å tro at det er et stort innslag av asymmetrisk informasjon og dermed stor usikkerhet om selskapets markedsverdi. I markeder der prisen blir fastsatt på forhånd, er det kanskje rimelig å forvente at det vil finne sted noe underprising eller overprising, men sistnevnte vil ikke reflekteres i empirien fordi emisjonen da ofte kanselleres. Dette fordi det er en tidsdifferanse mellom når prisen blir fastsatt og når tegningsperioden starter. I mellomtiden kan det skje ting i markedet med betydning for selskapets verdi.

Schultz og Zaman (1994) viser at hele 43 % av emisjonen blir omsatt den første timen etter børsintroduksjonen dersom emisjonen er underpriset. Dette er langt høyere enn når emisjonen er overpriset. Selskapet kan ha motiver for å underprise emisjonen. Underprising gir høy startavkastning som fører til at selskapet opparbeider seg goodwill i markedet. Denne goodwillen kan selskapet dra nytte av når det ved en senere anledning skal utvide aksjekapitalen (Welch 1989).

Eksisterende aksjonærer blir belastet med en betydelig kostnad ved underprising. En underpriset emisjon betyr at verdiene til eksisterende aksjonærer blir utvannet og at de gamle aksjonærene mottar for lite ved salg av aksjene. Kostnadene ved en introduksjon kan grovt deles inn i direkte og indirekte kostnader. Direkte kostnader kan for eksempel være rådgivningskostnader, garantiprovisjoner, osv. De indirekte kostnadene består blant annet av underprisingskostnadene som er differansen mellom kursen som aksjen blir handlet til i annenhåndsmarkedet umiddelbart etter introduksjonen, og emisjonskursen. Loughran og

Ritter (2002) viser at de indirekte kostnadene er betydelige. I deres undersøkelse var kostnaden ved underprisingen dobbelt så stor som det tilretteleggeren mottok fra utstederne.

Underprisingen fører til at IPO selskapene gir en unormalt høy startavkastning. Tabell 3-1 hentet fra Loughran, Ritter og Rydqvist (2006) viser startavkastningen i ulike land. Startavkastningen er definert som prosentvis endring fra emisjonskursen til sluttnoteringen kort tid etter børsintroduksjonen. Tidsperioden varierer fra bare en dag til noen uker. I de tilfeller der tidsperioden overskrider en dag, er startavkastningen justert for markedsutviklingen. Tabellen viser at startavkastningen gjennomgående er positiv, men at det varierer fra marked til marked.

Tabell 3-1: Startavkastning i ulike land.

Land	Antall	Tidsperiode	Unormal avk.
Australia	381	1976-1995	12,10 %
Austria	83	1984-2002	6,30 %
Belgium	93	1984-2004	14,20 %
Brazil	62	1979-1990	78,50 %
Canada	500	1971-1999	6,30 %
Chile	55	1982-1997	8,80 %
China	432	1990-2000	256,90 %
Denmark	117	1984-1998	5,40 %
Finland	99	1984-1997	10,10 %
France	571	1983-2000	11,60 %
Germany	545	1978-2001	31,10 %
Greece	363	1976-2005	25,10 %
Hong Kong	857	1980-2001	17,30 %
India	98	1992-1993	35,30 %
Indonesia	265	1989-2003	20,20 %
Iran	279	1991-2004	22,40 %
Israel	285	1990-1994	12,10 %
Italy	181	1985-2001	21,70 %
Japan	1689	1970-2001	28,40 %
Korea	477	1980-1996	74,30 %
Malaysia	401	1980-1998	104,10 %
Mexico	37	1987-1990	33,00 %
Netherlands	143	1982-1999	10,20 %
New Zealand	201	1979-1999	23,00 %
Nigeria	63	1989-1993	19,10 %
Norway	68	1984-1996	12,50 %
Philippines	104	1987-1997	22,70 %
Poland	140	1991-1998	27,40 %
Portugal	21	1992-1998	10,60 %
Singapore	441	1973-2001	29,60 %
South Africa	118	1980-1991	32,70 %
Spain	99	1986-1998	10,70 %
Sweden	332	1980-1998	30,50 %
Switzerland	120	1983-2000	34,90 %
Taiwan	293	1986-1998	31,10 %
Thailand	292	1987-1997	46,70 %
Turkey	163	1990-1996	13,10 %
United Kingdom	3122	1959-2001	17,40 %
United States	15333	1960-2005	18,10 %

Sannsynligvis kan noe av forklaringen være at det benyttes ulike metoder ved børsintroduksjonene fra land til land. Ibbotson og Ritter (1993) viser ved hjelp av data fra Nederland at IPOs som benytter anbudsprinsippet, som for eksempel Frankrike, har lavere startavkastning enn IPOs der emisjonskursen ble fastsatt på forhånd. Shultz og Zaman (1994) har vist at dersom startavkastningen skyldes underprising vil en stor del av justeringen finne sted allerede ved åpningskursen første noteringsdag. De gjorde en studie av IPOs i perioden 31. mars 1992 til 1. juni 1992. Avkastningen ble målt fra emisjonskursen og frem til åpningskursen første noteringsdag. Videre beregner de avkastningen for hvert tiende minutt den første noteringsdagen. Startavkastningen frem til åpningskursen var i gjennomsnitt 3,9 %. Etter de første ti minuttene var avkastningen i gjennomsnitt 3,0 %, mens utover de ti første minuttene var ikke avkastningen signifikant forskjellig fra null. Dette resultatet tyder på at markedet justerer meget raskt for underprising.

3.1.2 Overprising på lengre sikt ?

Ritter (2005) fant i perioden 1980-2002, der han observerer 6221 selskaper, en gjennomsnittlig positiv unormal startavkastning på 18,8 %, mens de etter 3 år har en negativ gjennomsnittlig unormal avkastning på - 21,5 %.

Tabell 3-2 viser at IPO-selskaper har en dårlig markedsjustert avkastning på lang sikt. Tabellen viser at denne negative avkastningen på lang sikt ikke bare er tilfelle i USA, men også i andre land. Ritter (1991) viser at den negative markedsjusterte avkastningen varierer med hvilken benchmark som blir benyttet. Verdiveid markedsindeks blir i flere studier benyttet som benchmark. Implisitt antar man da at de introduserte selskapene har en beta som er lik 1.

Tabell 3-2: Langsiktig avkastning i noen utvalgte land, hentet fra Kooli og Suret (2004).

Land	Antall	Tidsperiode	Markedsjustert avk.
Australia	266	1976-1989	-46,50 %
Østerrike	57	1965-1993	-27,30 %
Brasil	62	1980-1990	-47,00 %
Canada	130	1971-1992	-35,15 %
Chile	28	1982-1990	-23,70 %
Finland	79	1984-1989	-21,10 %
Tyskland	145	1970-1990	-12,10 %
Japan	172	1971-1990	-27,00 %
Korea	99	1985-1988	2,00 %
New Zealand	143	1979-1987	-10,00 %
Norge	49	1982-1993	-20,34 %
Sverige	162	1980-1990	1,20 %
Storbritannia	712	1980-1988	-8,10 %
USA	4753	1970-1990	-20,00 %
USA	4622	1975-1992	-44,20 %

Den markedsjusterte avkastningen er beregnet som følger: $100 * ((1 + R_{ipo,T}) / (1 + R_{m,T})) - 100$, hvor $R_{ipo,T}$ er gjennomsnittlig total avkastning på børsintroduksjonen fra markedsprisen kort etter handelen begynner til før selskapet blir tatt av børs, eller etter 3 år. $R_{m,T}$ er gjennomsnittet av markedsavkastningen målt ved bruk av ulike metoder, for eksempel ulike indekser.

3.2 Årsaker til underprising på kort sikt

Vi sier at emisjonskursen på et selskap som skal børsintroduseres er underpriset dersom den er lavere enn sluttkursen første dag på børs. Fra tidligere empiri, jf. kapittel 3.1, ser vi at denne underprisingen har vært betydelig, og det har derfor blitt introdusert flere teorier for å forklare denne underprisingen. I vårt datasett skal vi se at denne underprisingen er betydelig redusert fra for eksempel -20,34 % som har vært observert i Norge tidligere. Vi vil videre presentere disse teoriene for å se om de kan forklare våre resultater.

I samarbeid med Ivo Welch fant Ritter (2002) også ut at IPOer i USA fra 1980 til 2001 var underpriset i gjennomsnitt 18,8 prosent, og at det er usannsynlig at dette kan forklares i

fundamentale feilvurderinger i markedet eller med risikopremie alene. Dessuten, krever ikke andredags-investorer (som kjøper fra førstedags-investorer) unormal premie for å ta på seg systematisk risiko eller likviditetsrisiko, selv om det er usannsynlig at det på en dag skjer noen vesentlig endring i risiko. Dette skulle tilsi at førstedags-avkastning på børsintroduksjoner kan forklares med hvordan emisjonskursen settes, der normalt samspill mellom tilbud og etterspørsel hindres av tilretteleggeren.

Ibbotson (1975) presenterte en liste med mulige teorier som kan forklare kortsiktig underprising av IPOer. En måte å klassifisere disse teoriene på, er ved å se på hvorvidt de forutsetter asymmetrisk eller symmetrisk informasjon. I tillegg er det teorier som bruker tildelingsprosessen av aksjene som forklaring på den kortsiktige underprisingen.

3.2.1 Teorier basert på asymmetrisk informasjon

Disse kan igjen deles inn i de som forutsetter at utsteder er bedre informert enn investorene og de som forutsetter at investorene er bedre informert enn utsteder.

3.2.2 Lemonsproblemet

Hvis utsteder er bedre informert enn investorene vil rasjonelle investorer frykte ”lemonsproblemet”: Kun selskaper under gjennomsnittlig kvalitet er villige til å selge aksjene sine til en gjennomsnittlig pris. Høykvalitets-selskaper ønsker å signalisere at de er nettopp det, ved å kaste penger ut av vinduet. De kan bruke penger på markedsføring, donere penger til veldedige formål, eller legge igjen penger på bordet i emisjonen i forbindelse med børsintroduksjonen. Det oppnår de ved å sette emisjonskursen lavere enn det markedet mener aksjen er verdt. Tanken er at lavkvalitets-selskaper ikke har råd til å bære denne kostnaden, og at de dermed avstår fra å konkurrere om emisjonskapital.

Hvis investorene er bedre informert enn utsteder, f. eks. om den generelle etterspørselen på aksjer, vil utsteder stå overfor et plasseringsproblem. Utsteder vet ikke hvilken pris markedet er villig til å betale, og er ukjent med etterspørselen. Dette åpner for en rekke teorier som modellerer etterspørselskurven.

3.2.3 Winners curse

Man kunne forutsette at alle investorer er like godt informert, og at de bare vil kjøpe aksjer i IPOer med lavere emisjonskurs enn deres vurdering av verdien. Dette kunne være forklaringen dersom alle IPOer var underpriset, men siden man har observert at noen av dem er overpriset er det mer realistisk å forutsette at investorene har ulik grad av informasjon. Dersom utsteder setter prisen for høyt, vil aktørene i markedet frykte "winners curse" (Rock 1986). De informerte investorene antas å ha perfekt informasjon om aksjens virkelige verdi. De vil kun handle aksjen hvis emisjonskursen er satt lavere enn det de mener aksjen er verdt. De uinformerte investorene som ikke har informasjon nok til å vite hva en bestemt aksje er verdt, vil derfor tegne seg på tegningsrettigheter til alle selskaper som børsintroduseres. Emisjoner til underprisede selskaper vil da bli overtegnet og aksjene må rasjoneres, mens overprisede emisjoner "forbeholdes" de uinformerte investorene, slik at de får en overvekt av disse. Med overvekt av overprisede selskaper vil det være ulønnsomt for uinformerte investorer å være i IPO markedet. Derfor ser utstederne seg nødt til å prise aksjene sine lavt for å beholde de uinformerte investorene. Samtidig får de informerte investorene betalt for analysejobben de gjør. Koh og Walter (1989) har informasjon om rasjonering og viste at en uinformert investor gikk i null.

3.2.4 Tilretteleggers omdømme

Carter og Manaster (1990) antar at investorenes ressurser til informasjonsinnhenting er knappe, og at de vil spesialisere seg i å hente inn informasjon om de mest usikre emisjonene. Da underprising er dyrt for utsteder, vil selskaper med lav risiko ønske å avsløre sine lavrisikokarakteristika for markedet. En måte å gjøre dette på, er å velge en tilrettelegger med høy prestisje. Man skulle da få et omvendt forhold mellom tilretteleggers prestisje og graden av underprising. Dette ble underbygget av resultatene i undersøkelsen deres. Senere studier har hatt andre resultater: Beatty og Welch (1996), Cooney, Singh, Carter og Dark (2001) samt Loughran og Ritter (2001) fant alle at de mer prestisjefulle tilretteleggerne var mer gavmilde mot investorene på 90-tallet.

3.2.5 Kaskade-teorien

En annen teori er ”informasjonskaskade-teorien”: Investorene prøver å avgjøre hvor interessert andre investorer er i en emisjon, og vil bare investere i en emisjon dersom andre investorer gjør det. Dersom utsteder setter prisen litt for høyt, er det fare for at investorer avstår fra å tegne seg for rettigheter fordi andre investorer avstår og hele emisjonen står i fare. Amihud, Hauser og Kirsh (2001) fant at IPOer enten var undertegnet eller voldsomt overtegnet.

3.2.6 Bookbuilding

For en del utstedere er ”bookbuilding” en måte å skaffe seg et bilde av hva prisen bør være. Høyere etterspørsel fører til høyere pris, men samtidig vet investorene at dersom de viser at de er villige til å betale en høy pris, blir prisen høyere. For at de allikevel skal ha insentiv til å være åpne om sin interesse må de få noe igjen. Det tilretteleggerne har å tilby er en kombinasjon av flere allokerte aksjer til de informerte investorene og underprising. Lee, Taylor og Walter (1999), samt Cornelli og Goldreich (2001) viste at informerte investorer forlanger og blir tilgodesett med flere aksjerrettigheter enn uinformerte investorer.

3.2.7 Prinsipal-Agent-teori

Baron (1982) forutsetter at det er tilretteleggeren som er den best informerte, slik at utstederen må tillate noe underprising for at tilretteleggeren skal ha insentiv til å markedsføre emisjonen tilstrekkelig. Tanken er at kostnadene ville være høyere hvis investor skulle kontrollere tilretteleggers innsats. Muscarella og Vetsuypens fant at når tilretteleggere selv går på børs, er aksjene deres like underpriset som andre selskaper, noe som naturligvis ikke kan forklares med denne teorien. Ritter og Welch (2002) forklarer dette med at tilretteleggerne underpriser sine egne IPOer for å underbygge oppfatningen om at underprising er en nødvendig kostnad ved børsintroduksjoner.

3.2.8 Substitutt-teorien

Det kan også hevdes at underprising er et substitutt for andre markedsføringskostnader. Tilrettelegger vil som oftest velge underprising fremfor å belaste utsteder med et salær.

Markedsføringskostnadene må enten dekkes inn med salær eller underprising. Loughran og Ritter (2002) mener at underprising er en mindre effektiv måte å få markedsført aksjen sin enn om tilrettelegger hadde fått en spread. Selv om dette medfører en høyere kostnad godtar utsteder underprising fordi det betraktes som en indirekte kostnad som heller ikke må føres i regnskapet. Habib og Ljungqvist (2001) fant at for hver krone som legges igjen på bordet, sparer man en krone på markedsføring.

Alle teorier som baserer seg på asymmetrisk informasjon har til felles at de predikerer at underprising er positivt korrelert med graden av asymmetri i informasjon. Høykvalitetsselskapene håper på å dekke inn kostnaden underprisingen påfører selskapet i senere emisjoner (Welch 1989), gunstig markedsrespons på fremtidige dividendeutbetalinger (Allen og Faulhaber 1989) og (eller) dekning av analytikere (Chemmanur 1993).

3.2.9 Partial Adjustment

Under utredning av "bookbuilding-teorien" gjorde Hanley (1993) noen interessante funn. Hun fant at tilretteleggerne ikke justerer emisjonsprisen høyt nok når det er stor etterspørsel etter en aksje. Blant annet fant hun at når emisjonskursen ble satt høyere enn det indikerte prisintervallet i prospektet, ble førstedags-avkastning høyere enn gjennomsnittet. Hun fant at når emisjonskursen var satt høyere enn det indikerte intervallet, var den unormale startavkastningen på 20,6 %. Når emisjonskursen ble satt innenfor det indikerte intervallet, var gjennomsnittlig unormal avkastning 10,0 %, mens når emisjonskursen ble satt lavere enn det indikerte intervallet var startavkastningen bare 0,6 %. Hun hadde et utvalg på 1430 selskaper som i gjennomsnitt hadde 8,6 % unormal startavkastning. Ritter og Welch (2002) fant at dette mønsteret holdt seg, og at IPOer i denne kategorien i gjennomsnitt var 53 % underpriset. Loughran og Ritter (2002) viste at det heller ikke blir gjort tilstrekkelige justeringer når markedet stiger under "road show" perioden. Fenomenet kalles "partial adjustment", da tilretteleggerne bare justerer for deler av etterspørselen. Det at tilrettelegger bare delvis justerer prisen kan forutsees ved hjelp av "bookbuilding-teorien" og interessekonflikt-teorien (beskrives senere) når det er snakk om privat informasjon. De teoriene kan derimot ikke forklare hvorfor det kan synes som at positiv offentlig informasjon ikke har så stor effekt på emisjonskursen som man skulle tro. Man må til prospekt-teorien (beskrives senere) for å forklare partiell tilpasning av emisjonskurs etter positiv offentlig informasjon, da den ikke gjør forskjell på om informasjonen er privat eller offentlig.

3.2.10 Teorier basert på symmetrisk informasjon

Boehmer og Fische (2001) poengterte at mer underprising fører til at et større volum aksjer blir handlet i markedet etter introduksjonen. Da tilretteleggerne som oftest er meglere i markedet, vil det være i deres interesse å underprise emisjonene, da de tjener på kurtasje for den økte handelen.

Det er blitt argumentert at utstedere og tilretteleggere ønsker å underprise emisjonene fordi de står rettslig ansvarlige overfor investorene i ettertid. Investorene overlater i stor grad til utsteder og tilrettelegger å samle inn informasjon om emisjonen. Informasjonen blir presentert i prospektet som utarbeides. Dersom vesentlige momenter er feil eller utelatt, kan man risikere å få et rettslig erstatningsansvar. Slike søksmål vil være lite gunstig for tilretteleggers omdømme og tillit hos investorene. Utsteder og tilrettelegger kan da redusere risikoen for søksmål ved å underprise (Tinic 1988).

Dersom det allerede er høye forventninger i verdsettelsen av selskaper, som under internettboblen, kan det argumenteres at tilretteleggerne "går mot strømmen" ved å underprise, fremfor å kapitalisere på midlertidig overoptimisme i markedet. Da megleravdelingen samtidig ga sterke kjøpsanbefalinger om internettbransjen virker dette lite troverdig (Ritter og Welch 2002).

3.2.11 Teorier som fokuserer på allokering av aksjer

I den senere tid er det blitt rettet større oppmerksomhet mot måten aksjene allokeres i emisjonen og på handelen i markedet etterpå. Dette kommer blant annet av at det har grodd frem en oppfatning om at det skjer en urettferdig fordeling av aksjer, tatt i betraktning de beløp som legges igjen på bordet av utstedere. Særlig er det allokering av aksjer til institusjonelle investorer i forhold til individer har vært et interessant emne (Ritter og Welch 2002). Disse teoriene kunne også bli plassert i kategoriene for asymmetrisk eller symmetrisk informasjon, men er såpass lovende at de får sitt eget avsnitt.

3.2.12 Interessekonflikt

Loughran og Ritter (2002) undersøker den mulige interessekonflikten mellom utsteder og tilrettelegger. Dersom tilrettelegger står fritt til å allokere aksjer etter eget ønske er det ikke

gitt at de gjør det som maksimerer emisjonsinntekten for utsteder. Tilrettelegger kan med overlegg underprise emisjonen mer enn nødvendig for å allokere aksjer til utvalgte investorer, gjerne gode kunder av tilrettelegger som senere gjengjelder denne tjenesten: ”Quid pro quo”. Når de som blir tildelt aksjer til spesielt gunstige vilkår sitter i ledelsen av potensielle utstedere kalles metoden ”spinning” (Siconofli 1997). Når dette underbygges av empiri, kan man stille spørsmål ved etikken til tilrettelegger.

3.2.13 Prospekt-teorien

Loughran og Ritter (2002) bruker også prospekt-teori for å forklare hvorfor utstedere ikke er mer misfornøyd med underprisingen. Det kommer av at de har en tendens til å se kostnaden i sammenheng med det de kan tjene på kursoppgangen i annenhåndsmarkedet. De er mer opptatt av den opplevde økningen i verdi etter emisjonen enn kostnaden ved underprisingen. Videre kan det til og med være slik at dersom tilrettelegger setter det indikerte emisjonskursintervallet for lavt, slik at det må justeres opp, vil dette bli oppfattet som positivt av utsteder fordi de ser det som en økning i verdi.

3.2.14 Valg av investorer

En annen mulig forklaring er at underprising fører til at emisjonen blir overtegnet: De får et bredere utvalg av investorer, slik at utsteder og tilrettelegger friere kan velge hvilke typer investorer de ønsker å allokere aksjer til. Det kan være at utsteder vil ha store informerte investorer som kan bidra med kunnskap og erfaring i fremtiden (Mello og Parsons 1998), eller de kan ønske en bred masse av mindre investorer som sikrer at de selv beholder kontroll over selskapet (Brennan og Franks 1997).

Tilrettelegger har ikke bare kontroll på hvem de allokere aksjer til, men også på antall aksjer de allokere. I forbindelse med de fleste emisjoner velger tilrettelegger å overallokere opptil 15 % av aksjene dersom det er stor etterspørsel. Hvis kursen på grunn av manglende etterspørsel skulle falle i perioden etter børsintroduksjonen, kan tilrettelegger kjøpe opp de aksjene de overallokerte og alt vil være som om de aldri hadde vært allokert (Ritter og Welch 2002). Dette gjør de for å stabilisere prisen i markedet. I tillegg hevder Zhang (2001) at tilrettelegger kan tiltrekke seg institusjonelle investorer som er interessert i å kjøpe og holde aksjene. De institusjonelle investorene ville kanskje ikke kjøpt aksjene i markedet der

de ikke får den omtalte startavkastningen. Disse investorene vil ikke selge aksjene sine med det første, og vil ikke være med på å presse prisen ned. Så ved å underprise for å oppnå overtegning, og så overallokere aksjer, oppnår tilrettelegger å enten få inn mer midler enn antatt, eller å ha muligheten til å kunne stabilisere kursen ved gjenkjøp.

En del investorer vil ha svært optimistiske forventninger til verdien på selskaper som skal børsintrodukeres. Årsaken er at selskapene ofte er unge og umodne, slik at "investor sentiment" ser potensielt gode vekstmuligheter. Ljungqvist, Nanda og Singh (2004) skriver om beste respons på dette aspektet: Målet for utsteder er å fange opp så mye som mulig av etterspørselen som overskyter den fundamentale verdien i aksjen. Å oversvømme markedet med aksjer vil bare presse prisen ned, så den optimale strategi innebærer å holde igjen aksjer for å forhindre at prisen faller. Etter hvert vil aksjens virkelige verdi avsløres, og man får negativ avkastning på lang sikt, konsistent med empirien til Ritter (1991). Dette forutsetter begrensninger på "short" salg, ellers ville arbitrasje sørge for at prisen ville være lik den fundamentale verdien også på kort sikt. Da lovmessige forhold forhindrer utsteder i å prisdiskriminere direkte, blir resultatet at de selger til institusjonelle investorer med underprising, og lar disse selge en andel av aksjene videre til "sentiment-investorene". Utsteder tjener allikevel på denne strategien, fordi emisjonskursen vil være satt over den fundamentale verdien.

3.2.15 Hvorfor blir ikke utsteder misfornøyd med å legge igjen penger på bordet?

Forklaringen ligger sannsynligvis i fenomenet "partial adjustment", forklart i avsnittet om intervall. Den høyeste startavkastningen, og dermed de største beløpene som blir lagt igjen, kommer som regel fra emisjoner der emisjonskursen er blitt satt høyt i forhold til det indikerte prisintervallet. Den dårlige nyheten om at mye penger er lagt igjen kommer samtidig med nyhetene om større emisjonsproveny og høyere markedspris. De gode og dårlige nyhetene kommer i en pakke, så utsteder blir sjelden misfornøyd. Krigman, Shaw og Womack (2001) gjorde en spørreundersøkelse blant selskaper som byttet tilrettelegger mellom børsintroduksjonen og en ny emisjon. De svarte at penger lagt igjen på bordet ikke var en viktig faktor for avgjørelsen om å bytte tilrettelegger. I stedet ble tilretteleggers prestisje og ønske om økt analytikerdekning oppgitt som de viktigste faktorene for

avgjørelsen om å bytte. Her vil vi stille spørsmål ved om utsteder virkelig tenker på denne måten, og ikke ser at underprisingen gir dem mindre penger enn de kunne hatt.

Vi vil påpeke at flere av teoriene ovenfor baserer seg på vedvarende feilvurdering av investorene.

3.3 Prisutvikling på lang sikt

Som vi pekte på tidligere har både norsk og internasjonal empiri vist at investering i emisjoner av selskaper som skal børsintrodukeres gir en dårlig markedsjustert avkastning på lang sikt. Dette kan tyde på at selskapene som skal børsintrodukeres overpriseres i forhold til deres langsiktige fundamentale verdi. Dette kan være interessant for investorer som kan bruke et slikt prismønster til å implementere aktive strategier. På den annen side, varierer antall børsintroduksjoner over tid. Dersom perioder med mange introduserte selskaper blir assosiert med negativ markedsjustert avkastning på lang sikt (Ritter 1991), kan utstedere time børsintroduksjoner for å dra nytte av et slikt mønster. Negativ markedsjustert avkastning på lang sikt reduserer underprisingskostnaden som påføres ved introduksjonstidspunktet. Det er blitt fremsatt en del teorier for å forklare hvorfor børsintroduksjoner synes å være overpriset på lang sikt. De forutsetter at det er begrensninger på shortsalg og at investorene har heterogene forventninger til selskapenes verdi. Teoriene kan i tillegg kun kalles semirasjonelle (Ritter og Welch 2002). Det skal vise seg at vi ikke finner at de oljerelaterte selskapene er overpriset på lang sikt, noe som da strider mot flere av disse teoriene.

3.3.1 Divergerende forventninger

Miller (1977) forklarer fenomenet med hypotesen om divergerende forventninger. Han tar utgangspunkt i at investorene har ulike forventninger om en aksjes verdi ved introduksjonstidspunktet. Optimistiske investorer ser aksjen som en attraktiv investeringsmulighet og deltar i emisjonen, mens pessimistiske investorer velger å ikke delta i emisjonen. Etter børsintroduksjonen blir mer informasjon tilgjengelig på grunn av krav om åpenhet og analytikerdekning, og forskjellen mellom optimistiske og pessimistiske investorer blir mindre. Som følge av dette vil aksjekursen falle. Miller peker på at en

børsintroduksjon kan være overpriset på lang sikt og allikevel ha unormal startavkastning. Er de optimistiske investorene mange nok, og emisjonen blir overtegnet, kan det være med å presse aksjekursen opp i annenhåndsmarkedet, noe som gir en positiv unormal startavkastning. Denne teorien avhenger av en antakelse om short-salg restriksjoner.

3.3.2 Impresario, overoptimisme

En annen forklaring på overprising er impresariohypotesen som ble fremsatt av Schiller (1990). Som i Millers hypotese om divergerende forventninger, er poenget at aksjekursen er for høy like etter introduksjonen. Det skyldes at markedet for børsintroduksjoner er overopphetet. Det snakkes om "fads" og "hot issue markets" (Ritter 1984) i markedet. Det er tilretteleggerne som har rollen som impresario. De ønsker å underprise børsintroduksjoner slik at investorene får en positiv unormal startavkastning. Det fører til at investorene blir godt fornøyd med investeringen og med tilretteleggeren. Det øker sannsynligheten for at investorene vil delta på en senere emisjon i forbindelse med børsintroduksjon. Det opparbeides en goodwill for tilrettelegger og børsintroduksjoner i markedet. Følgelig vil interesse for, og etterspørsel etter børsintroduksjoner øke, og det kan føre til opphetning av markedet for børsintroduksjoner. Opphetingen vil føre til en unormal positiv startavkastning, men den vil bli korrigert i annenhåndsmarkedet gjennom en negativ markedsjustert avkastning i perioden etter børsintroduksjonen. Schiller (1990) gjorde en surveyundersøkelse og fant at tilretteleggers renommé har stor betydning for investors deltagelse i en emisjon. Blant investorer som regnet seg selv som aktive med hensyn på analysearbeid svarte mer enn halvparten at de var villige til å kjøpe aksjer i en børsintroduksjon som var tilrettelagt av én spesiell tilrettelegger, uten å foreta egenanalyser. Schiller fant også at bare 26 % av respondentene utførte fundamentalanalyse av forholdet mellom emisjonskursen og selskapets underliggende verdier. Impresariohypotesen forklarer at ikke hvorfor markedet for børsintroduksjoner i perioder er opphetet. Den forklarer at underprisingen øker interessen for børsintroduksjoner, men ikke hvordan opphetingen skjer. Schiller peker på at det er lite sannsynlig at en tilrettelegger alene kan bidra til oppheting. Hypotesen forklarer heller ikke hvorfor startavkastningen varierer over tid.

3.3.3 Regnskapsføring

Regnskapsføring kan også bidra til dette mønsteret. Jain og Kini (1994) og Mikkelson, Partch og Shah (1997) finner negativ markedsjustert avkastning på lang sikt hos selskaper som har dårligere regnskapsresultater etter børsintroduksjonen enn før. Teoh, Welch og Wong (1998) tilskriver en del av de gode resultatene før børsintroduksjon til ”optimistisk” regnskapsføring i selskapers tidlige år. Det er ikke overraskende at selskaper er ivrige etter å se bra ut når de skal gjennomføre en børsintroduksjon, og det kan være vanskelig for markedet å få øye på faresignalene. Manipulering som gjøres må siden justeres for, og dette gjør at regnskapsresultatene etter børsintroduksjonen blir dårligere enn de skulle ha vært, og det riktige bildet kommer for en dag. Aksjekursen vil falle til riktig verdi, og investorer som har sittet på aksjen siden børsintroduksjonen får dårligere avkastning.

3.3.4 Flipping

Flipping av aksjer kan også bidra til negativ markedsjustert avkastning på lengre sikt. Flipping vil si at en investor deltar i en emisjon uten intensjon om å holde aksjen i lang tid, men selge den med en gang for å kapitalisere startavkastningen. Tilrettelegger har et delt syn på flippere (Ritter 2002). Som nevnt i teori om kortsiktig underprising finner man at interessekonflikten mellom utsteder og tilrettelegger kan føre til at sistnevnte allokterer høyt underprisede aksjer til gode kunder som kapitaliserer gevinsten umiddelbart. Dette fører også til økt likviditet i aksjen, noe som også gagnar tilrettelegger, som ofte også er den ledende megleren i annenhåndsmarkedet. Problemet er at ”kunstig” etterspørsel av flippere kan gjøre børsintroduksjonen overpriset og den virkelige ”kjøp-og-hold-etterspørselen” vanskelig å bedømme. Når den ”kunstige” flipping-etterspørselen forsvinner har det negativ effekt på aksjekursen og følgelig på langsiktig avkastning. Spørsmålet blir om institusjonelle investorer klarer å identifisere overprisede børsintroduksjoner. Krigman, Shaw og Womack (1999) og Houge (2001) fant beviser for at de faktisk gjør det.

3.3.5 Windows of opportunity

Hvis det er perioder da investorer generelt er optimistiske i vurderingen av vekstpotensialet til selskaper som skal børsnoteres, kan de store syklene i antall børsintroduksjoner representere en respons hos utstedere som prøver å time introduksjonen for å dra fordel av

disse svingningene i sentiment. Man vil selvsagt forvente at det på grunn av konjunktursvingninger er en viss variasjon i antall børsintroduksjoner, men de store svingningene vi ser i figur 3-1 lar seg ikke forklare med konjunktursvingninger alene. Hypotesen predikerer at selskaper som foretar børsintroduksjoner i perioder der mange andre gjør det, vil ha større sannsynlighet for å være overpriset enn andre børsintroduksjoner. Dette kan testes ved å se på om perioder med høyt antall børsintroduksjoner har negativ markedsjustert avkastning på lang sikt. Det er funnet bevis for et slikt mønster (Ritter 1998).

3.3.6 Effisiensi i markedet

Man kunne anta at det store antall investorer og analytikere som er involvert i markedet for børsintroduksjoner ville føre til effektiv prising. At den vil oppføre seg som enhver annen aksje og at prisen reflekterer all tilgjengelig informasjon om den underliggende verdien. Imidlertid har nylig børsintroduserte aksjer vært vanskelige å selge short, så det kan hevdes at markedet ikke greier å prise inn all informasjon i aksjen. Dessuten er det begrensninger for når de gamle og nye aksjonærene kan selge aksjene sine. Slike lock-up-perioder varierer i lengde, men gjør at prisen holder seg stabil gjennom hele perioden. Så snart perioden er over vil en del av investorene selge aksjene sine, noe som fører til et kursfall (Miller 1977).

3.3.7 Langsiktig overprising skyldes statistisk målefeil

Det har kommet kritikk av studiene som er gjort på børsintroduksjoners langsiktige avkastning. Eckbo og Nordli (2004) mener at tidligere studier sammenligner børsintroduksjonenes avkastning med avkastningen til feil indeks eller benchmark. De mener at det ikke er tatt hensyn til at det er større likviditet i de nylig børsintroduserte aksjene, og at selskapene som nylig har gjennomført børsintroduksjon med emisjon i forkant har lavere gjeldsgrad enn de selskapene de blir sammenlignet med. Disse to faktorene gjør at børsintroduksjonene har lavere risiko og dermed lavere forventet avkastning enn de selskapene de blir sammenlignet med. De mener altså at det ikke er unormal negativ avkastning på lang sikt, men at tidligere studier bruker feil kriterier for å definere normal forventet avkastning.

Et problem med samtlige av forklaringsteoriene, er at de bygger på en viss grad av ineffisiens i markedet. Forklaringer om divergente forventninger og overoptimisme

forutsetter at investorer i gjennomsnitt ikke er rasjonelle. Fra utsteders side er heller ikke ”optimistisk” regnskapsføring særlig rasjonelt på lang sikt, senere emisjoner vil lide når markedet ikke lenger vil stole på regnskapsføringen. En forutsetning om et irrasjonelt marked er nok lite realistisk, og med tanke på innspillet i Eckbo og Nordlis artikkel om at det man har sett på som unormal negativ avkastning er resultat av systematisk målefeil, kan man stille spørsmål ved om det er noe fenomen å snakke om.

3.4 Modeller for prising

Formålet med denne oppgaven er ikke å vedsette de enkelte selskapene i analysen, men å gi et inntrykk av hvordan det kan gjøres. Vi vil av den grunn ikke forklare de ulike metodene i detalj, men gi en kort beskrivelse av de mest relevante modellene.

Eiere og investorer er risikoavers, de liker ikke risiko. Det betyr at eiere benytter et høyere avkastningskrav, høyere diskonteringsrate, ved prising av selskaper som inkluderer risiko. Dette bygger på en tanke om at det eksisterer både risikofrie og risikable alternativer, og at den avkastningen man får på en investering, består av et risikofritt beløp og en risikopremie.

Ved verdsetting og prising av aktiva er det en stor mengde modeller å velge mellom. Å velge den rette modellen er vel så viktig som å forstå hvordan modellen fungerer for å oppnå en fornuftig verdi. Aswath Damodaran (2002) deler de ulike modellene for verdsettelse grovt inn i fire: DCF (Discounted Cash Flow), realopsjonsmetoden, aktivabasert og relativ prising. Hvilken metode som bør benyttes ved en verdsetting avhenger blant annet av hvor likvide eiendelene i selskapet er, om selskapet i det hele tatt genererer positive kontantstrømmer og hvilken type virksomhet selskapet jobber med.

3.4.1 Discounted cash Flow (DCF)

DCF-modellen bygger på nåverdiprinsippet og kan betraktes som grunnlaget for alle andre verdsettelsesmodeller. En god forståelse av denne modellen er derfor viktig. Modellen går ut ifra at verdien av hvilket som helst aktivum er gitt ved nåverdien av fremtidige kontantstrømmer som genereres av aktivumet.

$$Value = \sum \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Verdien av et selskap kan da beregnes om selskapet genererer kontantstrømmer (CF) eller er ventet å gjøre dette i fremtiden. Kontantstrømmene som genereres vil variere mellom de ulike aktivaene. Neddiskonteringsfaktoren $(1+r)$ er en funksjon av usikkerheten forbundet med kontantstrømmene. Høy grad av usikkerhet vil føre til en høyere faktor som vil gi en lavere verdi og motsatt fall ved lav usikkerhet. For å verdsette selskapets egenkapital neddiskonteres kontantstrømmen (FCFE) med egenkapitalens avkastningskrav. Er man ute etter å finne verdien av hele selskapet, neddiskonteres FCFE (Free Cash Flow to Firm) med et vektet gjennomsnitt av gjeldskostnaden og avkastningskravet (WACC). Dividendemodellen vedsetter egenkapitalen ved å neddiskontere forventede dividendeutbetalinger i fremtiden. Videre kan vi kategorisere DCF-metoden på bakgrunn av veksttakt.

Som beskrevet over, er den konvensjonelle DCF-metoden for verdsettelse å estimere nåverdiene av alle fremtidige kontantstrømmer. En vanlig metode er kun å vurdere kontantstrøm utover kapitalkostnaden som verdiskapning. En variant av dette er å kombinere nåverdiprinsippet og Economic Value Added (EVA), ofte referert til som lønnsomhetsmodellen.

Firm Value (V_0) = Value of asset in place (Aip) + Value of expected future growth

Her kan verdien av både Aip og forventet vekst skrives som nåverdien generert av hver komponent,

$$V_0 = \text{Capital invested } (B_0) + NPV_{Aip} + \sum NPV_{future}$$

Ved å sette inn EVA-versjonen av nåverdimodellen i likningen over, får vi:

$$V_0 = B_0 + \sum \frac{EVA_{t,Aip}}{(1+k_c)^t} + \sum \frac{EVA_{t,future}}{(1+k_c)^t}$$

Forenklet kan modellen skrives:

$$V_0 = B_0 + EVA_{Aip} + PVGO$$

Modellen beskriver hvordan verdien av et selskap kan forklares som summen av tre komponenter: Kapitalen investert i selskapets aktiva (B), nåverdien av EVA fra disse aktiva og nåverdi av forventet fremtidige vekstmuligheter (Present Value of Growth Opportunities)

3.4.2 Realopsjonsmetoden

I utgangspunktet ble disse modellene benyttet til å prise ulike opsjoner i markedet. Man har i senere tid forsøkt å utvide disse modellenes funksjonsområde til også å gjelde mer tradisjonell verdivurdering. Grunnidéene bak denne utvidelsen har vært at disse modellene kan prise alle aktiva med opsjonslignende trekk. Et aktivum kan verdsettes som en opsjon dersom de ulike utfallene er en funksjon av underliggende aktivum. Opsjonen verdsettes enten som en kjøpsopsjon eller som en salgsoptions. Kjøpsopsjon dersom verdien, ved passering av et gitt nivå, er representert ved differansen ned til dette nivået samtidig som den blir null hvis verdien synker under dette nivået. Det kan verdsettes som en salgsoptions dersom gevinsten stiger når verdien synker under et vist nivå samtidig som den blir null hvis verdien stiger over dette nivået. Denne verdsettelsesmetoden er utviklet for å kunne prise selskaper som ikke genererer kontantstrømmer, men som under visse forutsetninger kommer til å gjøre det i fremtiden (PVGO).

3.4.3 Aktivabaserte modeller

Aktivabaserte modeller eller substansverdimodeller, har til hensikt å prise de eiendelene i et selskap som har substans. Denne modellen egner seg best for selskaper hvor eiendelene er enkle å skille fra hverandre og er lett omsettelige. Selskaper der for eksempel en vesentlig del av verdiene består av merkevaren, høy relativ goodwill, og selskaper i sterk vekst egner seg dårlig for denne metoden. Liquidation value og replacement cost er de to mest brukte aktivabaserte verdivurderingsteknikkene. Liquidation value verdsetter selskapet ut ifra den prisen markedet er villig til å betale for selskapets eiendeler dersom selskapet skulle blitt likvidert i dag. Replacement cost verdsetter selskapet ved å beregne hvor mye det vil koste å erstatte eiendelene i dag.

3.4.4 Relative prisingsmodeller

Som nevnt tidligere er målet i DCF-modellene å beregne verdien på selskapet basert på kontantstrømmer, vekstfaktor og risikokarakteristika. Ved relativ verdivurdering er hensikten å finne verdien basert på hvordan liknende selskaper i øyeblikket prises. Relative prisingsmodeller er basert på to forutsetninger. Skal man kunne sammenligne selskapene må prisen på selskapene være standardisert. Dette gjøres ved å konvertere prisene til multipler beregnet ut ifra omsetning, resultat eller bokverdi. Den andre forutsetningen er at selskapene likner på hverandre. For de selskapene som er en del av en bransje der egenskapene og kvaliteten på produktene varierer lite, kan det være hensiktsmessig å sammenligne prisingen av et selskap med de øvrige selskapene i industrien. En større variasjon mellom selskapene vil redusere nytten ved bruk av relative prisingsmodeller. For helt unike selskaper vil for eksempel DCF-metoden gi et vesentlig bedre verdiesimat. Å finne sammenlignbare selskaper er utfordrende da ingen selskaper er helt identiske. Selskaper i samme industri er ofte ulike hva gjelder risiko, vekst og kontantstrøm.

Det er flere årsaker til at verdivurdering basert på multipler er blitt så populær. En av hovedgrunnene er at beregningene gjøres på bakgrunn av svært få forutsetninger, som også gjør dem raske å kalkulere. Videre er de beregnede multiplene enkle å forstå og de er greie å presentere. Relativ verdivurdering vil i stor grad si noe om stemningen i markedet på et gitt tidspunkt. Disse fordelene er også metodens ulempe. Enkelheten i verdissetingen kan føre til at man ignorerer viktige aspekter, som potensialet for vekst, risiko og kontantstrøm. Det at den relative prisingsmetoden reflekterer momentum i markedet på et gitt tidspunkt kan også føre til et avvik fra virkelig verdi. Det ligger så få forutsetninger til grunn, og disse fremgår ofte ikke av kalkulasjonen, at beregningene relativt enkelt kan utsettes for manipulasjon.

Velger man å benytte relativ prising er det derfor flere hensyn som må tas. Det er svært viktig å være konsistent ved defineringen av multiplene. Dersom der er en egenkapital-multipel, må både teller og nevner representere et mål som kan relateres til egenkapitalen. Tilsvarende må både teller og nevner kunne relateres til totalkapitalen dersom man ønsker å se på verdien av hele selskapet. Ved bruk av multipler beregnet på bakgrunn av resultater må man også vurdere hvorvidt man ønsker å basere kalkulasjonen på dagens tall, rullerende tolv måneders resultat, eller fremtidige resultater. Ved sammenlikning av flere selskaper er det følgelig vesentlig at alle selskapene vurderes ut ifra like forutsetninger. Det er også viktig å

sette seg inn i distribusjonen av verdier i industrien, og distribusjonen på tvers av industriene man jobber med. Dette er viktig for å kunne si noe om selskapene er over- eller underpriset.

4. Analyse av startavkastning

4.1 Data

Analysen omfatter selskaper som har blitt introdusert på Oslo Børs i perioden 01.01.04 til 31.12.05. Det ble introdusert 22 selskaper i 2004 og 46 selskaper i 2005, til sammen 68 selskaper i den valgte perioden. I denne analysen har vi valgt å begrense oss til 38 selskaper. Av disse er 12 klassifisert som oljerelaterte. Kun de selskapene som blir notert for første gang, samtidig som de har foretatt en aksjekapitalutvidelse eller et offentlig aksjesalg er tatt med i oppgaven. Et så lite utvalg vil selvsagt føre til at det blir vanskeligere å finne signifikante resultater.

De 30 børsintroduksjonene som er utelatt fra vårt utvalg har vært enten fusjoner fra allerede børsnoterte selskaper, fusjoner der minst ett av selskapene har vært børsnotert fra før, rettede emisjoner eller notering av grunnfondsbevis.

Tabell 4-1: Oversikt over utvalg ved analyse av unormal startavkastning

	Olje			Ikke olje			Totalt
	2004	2005	Totalt	2004	2005	Totalt	2004-2005
Antall	3	9	12	9	17	26	38
Gj.snitt	3,15 %	5,40 %	4,84 %	1,36 %	1,00 %	1,12 %	2,21 %
Median	-0,99 %	5,88 %	4,44 %	-0,15 %	1,40 %	0,07 %	0,30 %
Max	15,47 %	27,75 %	27,75 %	16,40 %	27,33 %	27,33 %	27,75 %
Min	-5,03 %	-10,22 %	-10,22 %	-4,66 %	-10,41 %	-10,41 %	-10,41 %

Tabell 4-2: Oversikt over selskapsdata i utvalget

	Olje		Ikke Olje		Total	
	Markedsverdi	Andel	Markedsverdi	Andel	Markedsverdi i	Andel
Gj. Snitt	1534,6	30,22 %	1234,4	28,78 %	1329,2	29,23 %
Median	879,3	29,19 %	464,9	28,85 %	585,0	28,85 %
Maks	6961,2	83,34 %	9947,0	48,93 %	9947,0	83,34 %
Min	306,7	0,66 %	48,8	6,26 %	48,8	0,66 %
Omsetning	5127,6		12054,8		17182,4	
På bordet	63,7		-283,4		-219,7	

Markedsverdi er totalt antall aksjer etter emisjon multiplisert med sluttkurs første dag. Andel er antall aksjer solgt i emisjon og annenhåndssalg dividert på totalt antall aksjer etter emisjonen. Omsetning er antall aksjer solgt i emisjon og annenhåndssalg multiplisert med emisjonskursen. "På bordet" er markedsjustert differanse mellom emisjonskurs og sluttkurs første dag multiplisert med antall aksjer i emisjon og annenhåndssalg.

Emisjonskurser og tegningsdatoer er i utgangspunktet hentet fra prospektene som ligger på selskapenes hjemmesider. På de sidene der prospektet har manglet har vi funnet informasjonen vi trengte på Oslo Børs sin hjemmeside. Har dette heller ikke ført frem har siste løsning vært å ta kontakt med CFOen eller tilretteleggeren til selskapet for å få tak i relevant informasjon.

Tidligere norske oppgaver om børsintroduksjoner har benyttet innbetalingsdato som mål på når investor kjøper aksjen. Vi har valgt å bruke siste tegningsdato fordi investor på dette tidspunktet inngår en fremtidig betalingsforpliktelse. Det er vanligvis ikke snakk om mange dager mellom siste tegningsdato og innbetalingsdato, slik at resultatene i liten grad blir påvirket av dette. Selve beregningsperioden har blitt mye kortere, i utredningen til Nærland var gjennomsnittet på 61 dager fra innbetalingsdato til noteringsdag, mens vi har et gjennomsnitt på sju dager fra siste tegningsdag til noteringsdag. Gjennomsnittet i vårt utvalg hadde vært enda kortere ved bruk av innbetalingsdag. I USA er tidsintervallet vanligvis kun en dag. Det korteste tidsintervallet vi har er på en dag, og det er åtte av selskapene som avslutter tegningsperioden en dag før første noteringsdag. Det lengste tidsintervallet mellom siste tegningsdag og første noteringsdag er på 21 dager.

Vi har valgt å bruke aksjekursen første børsdag. Enkelte studier (for eksempel Håland (1994) og Ruud og Ullevoldsæter (1987)) bruker kursen tredje børsdag, men vi mener at den høye omsetningen første dagen på børs indikerer at det blir satt en riktig pris allerede første dag.

Aksjekursene første børsdag er hentet fra Datastream som er omsatt siste-kursen denne dagen.

For å kunne bedømme om det har vært høy eller lav unormal startavkastning må vi ha en formening om hva som er normal avkastning i perioden. Som mål på normal avkastning har vi valgt å bruke Oslo Børs Benchmark index (OSEBX). I følge Oslo Børs er dette hovedindeksen som skal være en investerbar indeks som inneholder et representativt utvalg av alle noterte aksjer på Oslo Børs. OSEBX revideres på halvårlig basis og endringene implementeres 1. januar og 1. juli. Verdipapirene i OSEBX er friflytjustert. I perioden mellom revideringsdatoene holdes antall aksjer for hvert indeksmedlem fast, med unntak av kapitaljusteringer med utvanning for eksisterende aksjonærer. OSEBX er justert for utbytte. Vi har også sett spesielt på hvordan oljerelaterte selskaper har gjort det i forhold til bransjen, ved å sammenligne selskapenes kursutvikling med utviklingen til OSE10-Energy-indeksen. Denne indeksen inneholder selskaper som i følge GICS driver med følgende aktiviteter: Konstruksjon eller drift av oljerigger, boreutstyr eller med annet energirelatert utstyr, inkludert innhenting av seismiske data. Selskaper som er involvert i leting, produksjon, markedsføring og transport av olje og gass produkter. Kursene som er benyttet fra de ulike indeksene har vi hentet fra Datastream.

Ved de få tilfellene der det ikke har vært oppgitt noen kurs, for eksempel på grunn av at børsen har vært stengt på den aktuelle datoen, har vi benyttet den kursen som er nærmest i forkant av denne datoen.

4.2 Metode

Vi har delt børsintroduksjonene inn i oljerelaterte og ikke-oljerelaterte selskaper. For å klassifisere hvilke selskaper som er oljerelaterte har vi benyttet oss av GICS (Global industry classification standard) som benyttes av Oslo Børs og øvrige børser i NOREX-alliansen til å klassifisere selskapene. GICS er utviklet og implementert av Morgan Stanley Capital International Inc. og Standard & Poor`s. De oljerelaterte selskapene er klassifisert som Oil & Gas Equipment & Services, Oil & Gas Drilling, Integrated Oil & Gas eller Oil & Gas Exploration & Production.

Oil & Gas Equipment and Services: Fabrikanter av utstyr, inkludert rigger, og leverandører av forsyninger og tjenester til selskaper som driver med drilling, evaluering og ferdigstilling av olje- og gassbrønner.

Oil & Gas Drilling: Drilling-kontrahenter eller eiere av drilling-rigger som leier ut til borebrønner.

Integrated Oil & Gas: Integrerte oljeselskaper som driver med leting etter, og produksjon av olje og gass, samt minst en annen aktivitet innenfor enten raffinering, markedsføring og salg, eller kjemikalier.

Oil & Gas Exploration & Production: Selskaper som driver letevirksomhet og produksjon av olje og gass som ikke er klassifisert andre steder.

For å vise fenomenet med "partial adjustment", grupperte Hanley (1993) samt Ritter og Welch (2002) børsintroduksjonene i tre grupper: De hvor emisjonskursen ble satt lavere enn det indikerte intervallet, de hvor emisjonskursen ble satt innenfor intervallet, og der emisjonskursen ble satt høyere enn intervallet. Så ser de på om det er forskjeller i kortsiktig avkastning mellom gruppene. Da det i vårt utvalg bare er et fåtall selskap som har emisjonskurs satt utenfor det indikerte intervallet har vi valgt å gjøre det på en litt annerledes måte. Vi deler isteden utvalget i to: De hvor emisjonskursen ble satt lavere enn midtpunktet i det indikerte prisintervallet, og de hvor emisjonskursen ble satt lik eller høyere enn midtpunktet i intervallet. Der hvor det kun var en indikert pris og ikke noe intervall, bruker vi den i stedet for midtpunkt. Det gjør vi for å se om det er noen sammenheng mellom hvor emisjonskursen blir satt i forhold til indikert pris (indikert prisintervall), har noe å si for startavkastningen.

Vi ser også på om tilretteleggers omdømme har innvirkning på størrelsen på startavkastningen. Det gjør vi ved å rangere tilretteleggerne etter hvor mange børsintroduksjoner de har vært tilrettelegger for i perioden. Deretter ser vi på den gjennomsnittlige startavkastningen på børsintroduksjonene for hver enkelt tilrettelegger. Vi forutsetter da at det er omdømme som har betydning for hvor mange selskaper som velger den enkelte tilrettelegger.

Vi bruker uttrykkene unormal og markedskorrigert startavkastning synonymt.

For å beregne den unormale startavkastningen for aksje i har vi gjort som følger:

$$r_i = (P_{i1} - P_{i0}) / P_{i0} - (I_{i1} - I_{i0}) / I_{i0}$$

der:

r_i = unormal avkastning

P_{i1} = aksjekurs i første dag

P_{i0} = tegningskurs ved emisjon

I_{i1} = OSEBX ved aksjens børsnotering

I_{i0} = OSEBX ved aksjens siste tegningsdato

Der vi har sammenlignet de oljerelaterte selskapene med bransjen har vi byttet ut OSEBX-indeksen med OSE10-Energy-indeksen.

Modellen som er beskrevet ovenfor bygger på forutsetningen om at OSEBX-indeksen er representativ for markedet som helhet. Med dette forutsetter vi også at alle selskapene i utvalget har en beta lik 1, som ikke er noe problem her da tidsintervallet er så kort.

4.3 Resultater

Vi har benyttet formelen over til å beregne gjennomsnittlig verdi for markedskorrigert startavkastning. Vi har beregnet startavkastningen for selskapene totalt og deretter delt selskapene i olje- og ikke-oljerelaterte selskaper. Vi har videre beregnet den gjennomsnittlige korrigerede startavkastningen for de selskapene som er introdusert i 2004 og de som er introdusert i 2005. Dette har vi gjort for alle selskapene samlet og for de to gruppene, oljerelaterte selskaper og ikke oljerelaterte selskaper.

Tabell 4-3: Gjennomsnittlig markedskorrigert startavkastning

Årstall	Olje			Ikke olje		Hele utvalget	
	Ant.	OSEBX	OSE10	Ant.	OSEBX	Ant.	OSEBX
2004	3	3,15 %	3,14 %	9	1,36 %	12	1,81 %
2005	9	5,02 %	4,74 %	17	1,00 %	26	2,39 %
2004-2005	12	4,55 %	4,34 %	26	1,12 %	38	2,21 %

Tabell 4-3 viser at den totale gjennomsnittlige unormale avkastningen for alle 38 selskapene er på 2,21 %. Det er en høyere unormal avkastning for de oljerelaterte selskapene på 4,84 % (OSEBX), mens de ikke-oljerelaterte selskapene har en lavere unormal startavkastning på 1,12 %.

Vi ser videre av tabell 4-3 at den gjennomsnittlige markedskorrigerte startavkastningen øker fra 1,81 % i 2004 til 2,39 % i 2005. Ser vi isolert på de oljerelaterte selskapene har vi også her en økning fra 3,15 % i 2004 til 5,40 % i 2005 (OSEBX). For de selskapene som ikke er oljerelaterte er det en reduksjon fra 1,36 % i 2004 til 1,00 % i 2005.

2004 og 2005 gir det samme bilde som tidligere. Den gjennomsnittlige unormale startavkastningen for de oljerelaterte selskapene ligger over snittet for alle selskapene samlet i begge periodene, mens de ikke oljerelaterte selskapene har et lavere gjennomsnitt enn selskapene samlet i begge periodene.

Startavkastningen er også beregnet ved bruk av OSE10 Energy indeksen. Den gjennomsnittlige unormale avkastningen er positiv, men noe lavere enn da vi benyttet OSEBX indeksen (4,34 % < 4,55 %). Forskjellen ved bruk av de ulike indeksene er liten fordi den gjennomsnittlige tidsperioden er så kort som syv dager.

En nærmere statistisk analyse har blitt gjort for å belyse underprisingen av børsintroduksjonene.

Tabell 4-4: Statistisk analyse av startavkastningen

Indeks	Olje		Ikke olje	Hele utvalget
	OSEBX	OSE10	OSEBX	OSEBX
Median	4,44 %	3,88 %	0,07 %	0,30 %
Høy	27,75 %	25,56 %	27,33 %	27,75 %
Lav	-10,22 %	-13,52 %	-10,41 %	-10,41 %
Antall pos.	7	8	13	20
Antall neg.	5	4	13	18
St. avvik	10,82 %	10,58 %	7,78 %	8,85 %
T-verdi	1,47	1,44	0,74	1,54
Frihetsgrader	11	11	25	37

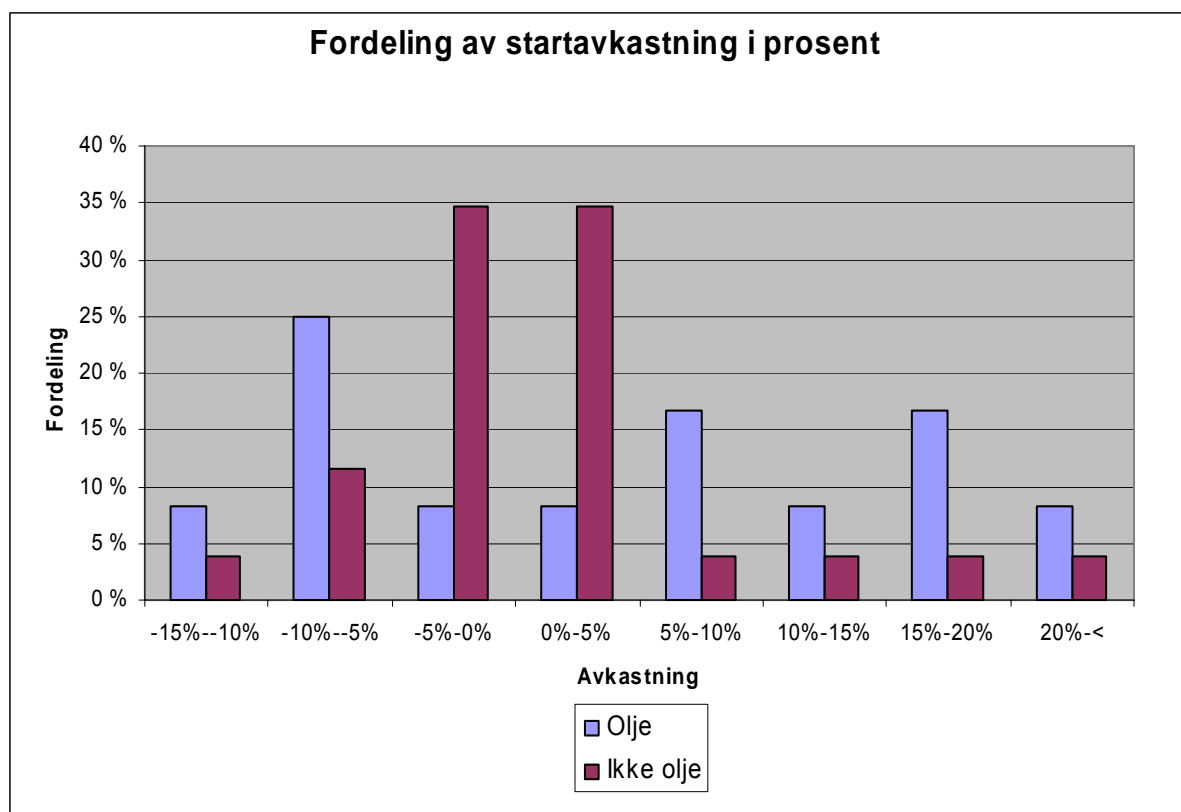
Medianverdien er marginalt positiv for de ikke-oljerelaterte selskapene, mens de oljerelaterte selskapene har en langt høyere positiv median. For de oljerelaterte selskapene sin del er verdien større enn for gjennomsnittet, mens for de ikke-oljerelaterte selskapene er medianverdien lavere enn gjennomsnittet. Fordelingen er skjev, denne skjevheten er større for de ikke-oljerelaterte selskapene enn for de oljerelaterte. Det er like mange selskaper som er overpriset som underpriser for de ikke oljerelaterte, mens det blant de oljerelaterte er flere som er underpriset enn overpriset.

En enkel t-test viser at ingen av resultatene er signifikant forskjellige fra null. Vi må imidlertid tolke t-verdiene med forsiktighet da utvalget er lite og fordi fordelingen til startavkastningen til selskapene er noe skjev.

Oljeselskapene har større variasjon målt ved standardavvik enn de ikke oljerelaterte selskapene.

Vi har delt startavkastningen i ulike intervaller for å gi et bilde av hvordan selskapene er fordelt. Vi har også her delt selskapene i oljerelaterte og ikke oljerelaterte.

Figur 4-1: Selskapene delt i ulike intervaller ut ifra startavkastningen.



Vi ser av tabellen over at nesten halvparten av selskapene har en unormal avkastning som er negativ. For de selskapene som ikke er oljerelaterte har halvparten av selskapene negativ startavkastning, mens det er en relativt høy konsentrasjon av selskaper som ligger mellom 0 og 5 % i startavkastning. Ser vi derimot på de oljerelaterte selskapene er det en lavere konsentrasjon av selskaper i dette intervallet, mens det er en høyere konsentrasjon av selskaper i de øverste intervallene. Det samme bilde observeres også på den negative siden der de ikke-oljerelaterte selskapene har den høyeste konsentrasjonen i intervallet 0 %--5 %, mens de oljerelaterte har den høyeste konsentrasjonen ett intervall lengre ut.

Vi har sett på om det er noen sammenheng mellom hvor emisjonskursen blir satt i forhold til indikert pris (indikert prisintervall) og størrelsen på startavkastningen. Dette gjør vi for å se om fenomenet "partial adjustment" også gjør seg gjeldende i vårt utvalg. Her falt et av selskapene ut, da de ikke hadde noe indikert pris (indikert prisintervall) før tegningskursen ble satt, så vi står igjen med 37 selskaper. Tidligere empiri (Hanley 1993, samt Ritter og Welch 2002) tilsier at vi skal finne en høyere markedskorrigert startavkastning på de børsintroduksjonene som setter emisjonskursen høyere enn den indikerte prisen (midtpunktet i det indikerte prisintervallet) enn på de som setter emisjonskursen lavere enn den indikerte prisen (midtpunktet i det indikerte prisintervallet).

Tabell 4-5: Gjennomsnittlig markedskorrigert startavkastning etter hvor emisjonskursen ble satt i forhold til indikert pris for alle selskapene.

Alle selskaper	Startavkastning	Antall
Emisjonskurs \leq Laveste verdi i indikert intervall	-3,41 %	10
Laveste verdi $<$ Emisjonskurs $<$ Midtpunkt	1,32 %	8
Emisjonskurs $<$ Midtpunkt i indikert intervall	-1,31 %	18
Emisjonskurs \geq Midtpunkt i indikert intervall	5,50 %	19
Totalt	2,19 %	37

Vi ser at det er stor forskjell på startavkastningen avhengig av hvor emisjonskursen ble satt. For de 19 selskapene som satt emisjonskursen likt eller over den indikerte prisen (eller midtpunktet i det indikert intervallet) ble den gjennomsnittlige markedskorrigerte startavkastningen på 5,50 %, mens den for de 18 selskapene som satt emisjonskursen under den indikerte prisen (eller midtpunktet i det indikert intervallet) ble - 1,12 %. . Ved de ti

børsintroduksjonene der emisjonskursen er satt under den laveste verdien i det indikerte intervallet er emisjonskursen overpriset med 3,21 %.

Tabell 4-6: Gjennomsnittlig markedskorrigert startavkastning etter hvor emisjonskursen ble satt i forhold til indikert pris for de oljerelaterte selskapene.

Oljerelaterte Selskaper	Startavkastning	Antall
Emisjonskurs < Midtpunkt i indikert intervall	9,63 %	2
Emisjonskurs ≥ Midtpunkt i indikert intervall	3,60 %	9
Totalt	4,70 %	11

Vi skilte ut de oljerelaterte selskapene og fikk høyere startavkastning i den gruppen der vi forventet å finne lavest på 9,63 %. På de ni oljerelaterte selskapene som satt emisjonskursen likt eller høyere enn den indikerte prisen (eller midtpunktet i det indikerte prisintervallet) er startavkastningen 3,60 % som i og med at den er høyere enn gjennomsnittet i hele utvalget (2,41 %) er mer i tråd med teorien.

Tabell 4-7: Gjennomsnittlig markedskorrigert startavkastning etter hvor emisjonskursen ble satt i forhold til indikert pris for de ikke oljerelaterte selskapene.

Ikke oljerelaterte selskaper	Startavkastning	Antall
Emisjonskurs < Midtpunkt i indikert intervall	-2,68 %	16
Emisjonskurs ≥ Midtpunkt i indikert intervall	7,20 %	10
Totalt	1,12 %	26

For selskapene som ikke er oljerelaterte ble forskjellen enda klarere. De 16 selskapene som satt emisjonskursen lavere enn den indikerte prisen (eller midtpunktet i det indikerte prisintervallet) hadde en startavkastning på -2,68 % mens de 10 som satt emisjonskursen likt med eller høyere enn den indikerte prisen (eller midtpunktet i det indikerte prisintervallet) hadde startavkastning så høy som 7,20 %. I denne gruppen var resultatene i tråd med teori og tidligere empiri.

Tabell 4-8: Gjennomsnittlig markedskorrigert startavkastning etter tilrettelegger.

Antall Børsintroduksjoner	Startavkastning
12	2,51 %
6	6,50 %
6	-2,21 %
5	5,19 %
3	4,96 %
3	-2,55 %
1	-2,38 %
1	-0,15 %
1	2,74 %
38	2,21 %

Vi kan ikke se noe entydig mønster ut ifra disse tallene. Det er kanskje verdt å merke at de tilretteleggerne med færrest børsintroduksjoner har lav markedskorrigert startavkastning. Vi ser også at de tre øverste tilretteleggerne står for nesten 2/3 av emisjonene som er gjennomført i perioden.

4.4 Tolkning av resultater

Vi observerer at den markedskorrigerte startavkastningen vi beregner for børsintroduksjonene i 2004 og 2005 er positiv, noe som stemmer over ens med tidligere studier av IPOs. Men vi observerer langt lavere gjennomsnitt enn de beregningene som er gjort ved tidligere observasjoner både i Norge og internasjonalt. Når vi i tillegg har et lite utvalg, gjør det at våre resultater ikke er signifikant forskjellige fra null. Sættem (1996) fant en gjennomsnittlig unormal startavkastning på 13,46 % i perioden 1982- 1997. I dette utvalget var den laveste gjennomsnittlige startavkastningen i et enkelt år 5,94 % i 1982. Ser vi på internasjonale data fra tabell 3-1 har samtlige land høyre gjennomsnittlig unormal startavkastning enn det vi får for 2004-2005.

En forklaring på den lave unormale startavkastningen i 2004 og 2005 kan være at selskaper som skal børsintroduseres ikke lenger er interessert i å legge store summer igjen på bordet, noe som har vært tilfellet tidligere. I de senere år har det, med Ritter i spissen, vært stor fokus på denne unormale startavkastningen. Dette kan ha gjort selskapene mer bevisst på denne problematikken. Vi fant at selskapene i vårt utvalg som helhet, ikke la igjen penger på

bordet. Vi summerte den markedsjusterte differansen mellom emisjonskurs og sluttkurs første dag og multipliserte med antall aksjer solgt i emisjon og annenhåndssalg for hvert selskap, for å beregne hvor mye de la igjen på bordet. Summering viste at verdien av alle aksjene var 220 millioner kroner lavere enn ved slutten av tegningsperioden (Tabell 4-2). Tabell 4-2 forteller oss også at det i forbindelse med børsintroduksjonene i vårt utvalg ble solgt aksjer for over 17 milliarder kroner. Da utvalget vårt er lite, blir det interessant å se på om ekstremverdier har påvirket resultatet. Det selskapet som la igjen mest på bordet "ga bort" 75 millioner kroner til investorene i emisjonen. I motsatt ende av spekteret er det et selskap hvor investorene i emisjonen taper til sammen 286 millioner kroner på en dag. Vi ser at uten ekstremverdiene blir summen fortsatt negativ for investorene, men i praksis lik null.

Ut ifra våre data, kan det å gå inn i IPO markedet ikke sees på som pengemaskin for risikovillige investorer. I alle fall ikke hvis man tar hensyn til Rock's (1986) teori om informerte- og uinformerte investorer da nesten halvparten av introduksjonene har negativ startavkastning.

I undersøkelsen der vi ser på hvor emisjonskursen blir satt i forhold til indikert pris (indikert prisintervall), og om det har noe å si for startavkastningen fant vi for selskapene totalt og for de ikke-oljerelaterte selskapene at de er i overensstemmelse med funnene til Hanley (1993). Ved de introduksjonene der emisjonskursen blir satt over midtpunktet i prisintervallet observerer vi en positiv startavkastning. Tilrettelegger har altså ikke klart å justere emisjonskursen høyt nok i forhold til etterspørselen på de mest etterspurte emisjonene. Der emisjonskursen blir satt lavere enn midtpunktet er startavkastningen negativ. Dette tyder på at fenomenet også kan gjelde ved manglende etterspørsel. Vi ser at tilrettelegger ikke har justert emisjonskursen nok i negativ retning.

I Ritter (2005) sitt utvalg på over 4000 IPOer mellom 1990 og 2004 hadde 27,8 % av selskapene satt emisjonskursen høyere enn den øverste grensen i intervallet, samtidig som startavkastningen i hele utvalget hans var 23,3 %. I vårt utvalg var det bare ett selskap som satt emisjonskursen høyere enn den øverste grensen i det indikerte prisintervallet. Vi fant at de syv selskapene som hadde over 10 % i unormal startavkastning var overtegnet 14 ganger i gjennomsnitt. Ingen av de andre selskapene har oppgitt mer en seks ganger overtegning, og de fleste er kun moderat overtegnet. Det indikerer at tilretteleggerne også i vårt utvalg ikke klarer å justere emisjonskursen nok når etterspørselen er stor. Samtidig viser det at en

uinformert investor ikke vil få allokert like store andeler når etterspørselen er høy. Han vil da også få en mindre del i de børsintroduksjonene som har høyest unormal startavkastning, og han vil da ikke kunne forvente å få noen unormal avkastning i det hele tatt.

Da vi skilte ut de oljerelaterte selskapene fikk vi høyere startavkastning i den gruppen der vi forventet å finne lavest. Her ser vi problemet med små utvalg. Grunnen til at gjennomsnittet av de to er så høyt, er at mens det ene selskapet har -5,03 % i startavkastning, har det andre hele 24,30 %.

Vi testet også om tilretteleggers omdømme påvirket størrelsen på startavkastningen. Det at de med færrest introduksjoner har negativ startavkastning stemmer dårlig overens med teorien om at tilretteleggere med lavere status hos investorene er nødt til å underprise børsintroduksjonene mer, enn tilretteleggere med høy status hos investorene for å sikre at emisjonen blir fulltegnet Carter og Manaster (1990). Det er viktig å presisere her at utvalget er svært lite, med et selskap for hver av de tre lavest rangerte tilretteleggerne. Når den med flest introduksjoner av tilretteleggerne har positive markeds-korrigert startavkastning, er det mer i tråd med funnene til Beatty og Welch (1996), Cooney, Singh, Carter og Dark (2001) samt Loughran og Ritter (2001), om at de prestisjefulle tilretteleggerne er mer gavmilde mot investorene. Det må tillegges at bildet kanskje blir noe mer uklart når vi vet at det sjelden er en tilrettelegger alene som markedsfører en børsintroduksjon. De har med seg andre tilretteleggere som "co-managers", og når vi ser at det kun er åtte tilretteleggere som har deltatt i markedet, vil det nødvendigvis bli en del "blanding" av omdømme.

5. Analyse av langsiktig avkastning

5.1 Data

Analysen omfatter selskaper som har blitt introdusert på Oslo Børs i perioden 01.01.04 til 31.12.05. I denne perioden ble det introdusert 68 selskaper. Kun de 38 selskapene som ble notert for første gang, samtidig som de hadde foretatt en aksjekapitalutvidelse eller et offentlig aksjesalg er tatt med.

De 30 børsintroduksjonene som er utelatt fra vårt utvalg har vært enten fisjoner fra allerede børsnoterte selskaper, fusjoner der minst ett av selskapene har vært børsnotert fra før, rettede emisjoner eller notering av grunnfondsbevis. I tillegg er det to av selskapene i utvalget som er tatt av børsen etter litt over seks måneder etter børsintroduksjonen. I andre utredninger om emnet blir det hevdet at det å ta selskaper som blir tatt av børs ut av utvalget, kan påvirke resultatet i undersøkelsen. I vårt tilfelle hadde et av selskapene positiv markedsjustert avkastning, og et negativ markedsjustert avkastning, men ingen av dem hadde ekstreme verdier. De kan dermed ikke ses som tapere eller vinnere som er tatt ut av analysen. I skrivende stund er det under seks måneder siden de siste børsintroduksjonene ble gjennomført, så på seks, ni og tolv måneders sikt er det selskaper som faller bort fordi de ikke har vært notert lenge nok. Utvalget blir da seende ut som følger:

Tabell 5-1: Antall selskap i utvalget fordelt på år og kategori.

Antall måneder	Olje		Ikke olje		Hele utvalget		Totalt
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	
3 mnd	3	9	9	17	12	26	38
6 mnd	3	8	9	13	12	21	33
9 mnd	3	6	9	5	12	11	23
12 mnd	3	2	9	4	12	6	18

Emisjonskurser og tegningsdatoer er i utgangspunktet hentet fra prospektene som ligger på selskapenes hjemmesider. Der disse har manglet har vi funnet informasjonen vi trenger på Oslo Børs sin hjemmeside. Siste løsning har vært å ta kontakt med CFOen eller tilretteleggeren til selskapet for å få tak i dataene vi trenger.

Som mål på markedsavkastningen har vi valgt å bruke Oslo Børs Benchmark index (OSEBX). Vi har også sett på hvordan de oljerelaterte selskapene har gjort det i forhold til bransjen, og har da benyttet OSE10-Energy-indeksen. Ritter (1991) brukte i sine studier av IPOs i USA avkastningen til ulike indekser som benchmark. Han sammenlignet også avkastningen til selskapene i utvalget med avkastningen til selskaper som var mest mulig like utvalgets selskaper med hensyn på bransje og størrelse. Valg av benchmark hadde betydning for resultatet på den markedsjusterte avkastningen, men tendensene ble de samme.

Ved å bruke OSEBX som mål på markedsavkastningen tar vi ikke eksplisitt hensyn til at IPOs generelt har en annen beta enn markedsporteføljen. Det kunne argumenteres for at det er større risiko forbundet med nye selskaper. Samtidig vil de, fordi de nettopp har gjennomført en emisjon (alt annet likt), ha en høyere andel egenkapital enn sammenlignbare selskaper som allerede er på børs, og dermed har aksjene lavere risiko. En eventuell størrelseseffekt blir heller ikke tatt høyde for. Et estimat på en eventuell dårlig markedsjustert avkastning på lengre sikt vil derfor være et nøkternt estimat på den reelle markedsjusterte avkastningen dersom de to antagelsene ovenfor gjelder for det norske markedet. Bytter vi OSEBX med OSE10-Energy vil nok betaen samsvare mer, men heller ikke her vil det bli tatt høyde for eventuelle størrelseseffekter. Merk at en fare ved å bruke OSE10-Energy-indeksen vil være at aksjene representert i denne indeksen til en viss grad vil være de samme aksjene som er representert i utvalget. Vi vil da kunne få en skjevhet i resultatene i favør av ikke å finne noen unormal avkastning. Kursene som er benyttet fra de ulike indeksene har vi hentet fra Datastream.

Ved de få tilfellene der det ikke har vært oppgitt noen kurs, for eksempel på grunn av at børsen har vært stengt på den aktuelle datoen, har vi benyttet den kursen som er nærmest i forkant av denne datoen.

I en undersøkelse av Ibbotson (1975) på det amerikanske markedet fant han at beta ved børsintroduksjon var på 2,26, mens den etter en måned etter børsintroduksjonen hadde en tendens til å gå mot 1. Hvis denne høye beta for IPOs også er gjeldende for det norske markedet, vil det ikke være tilstrekkelig for en investor og kun motta markedsavkastning som kompensasjon for den risikoen han påtar seg. Det blir allikevel feil å bruke enkeltbeta fra kursutviklingen etter introduksjonen til å beregne eventuell unormal startavkastning. En slik justering for forskjeller i systematisk risiko vil i så fall bli basert på usikre betaestimer

på grunn av få observasjoner, og det taler for å ikke foreta en eksplisitt justering for forskjeller i systematisk risiko. Ruud og Ullevoldsæter (1987) forsøkte å få et mer korrekt bilde ved å variere beta mellom 1 og 2,5. Ved en beta på 2 fikk de ikke lenger en signifikant unormal startavkastning for det norske IPO markedet i perioden 1982-1986.

Semmen (1989) fant en ikke-signifikant sammenheng mellom avkastning og selskapsstørrelse i det norske markedet i perioden 1983 til 1986. Det kan tyde på at størrelseseffekten bare i mindre grad er tilstede i det norske aksjemarkedet (Nærland 1994).

5.2 Metode

I de fleste undersøkelser av IPOs internasjonalt og i Norge har det vært vanlig å benytte seg av en periode på tre år ved beregning av langsiktig avkastning. Av praktiske grunner var dette ikke mulig i vår oppgave da selskapene ikke har vært notert så lenge. Vi har valgt å måle den langsiktige avkastningen til de aksjene som har vært notert i hele 3, 6, 9 og 12 måneders perioder. Dette innebærer at vi har utelatt selskaper som i skrivende stund ikke har vært notert i 12 måneder og selskaper som har blitt tatt av børs før 12 måneders perioden er omme. Vi unngår da å få problemer med reinvestering av penger fra aksjer som ikke er notert i hele 12 måneders-perioden. Faren for "survivorship bias" er til stede, selv om den har blitt betydelig redusert ved at vi har en mye kortere beregningsperiode. Dette fordi de aksjene som er notert i hele 12 måneders perioden kanskje er mer "vinneraksje" eller "taperaksje" enn de som har blitt strøket i løpet av perioden.

For å beregne den markedsjusterte avkastningen for aksje i etter første noteringsdag har vi gjort som følger:

$$r_i = (P_{it} - P_{i0}) / P_{i0} - (I_{it} - I_{i0}) / I_{i0}$$

der:

r_i = markedsjustert avkastning

P_{it} = aksjekurs i på tidspunkt t

P_{i0} = tegningskurs ved emisjon eller ved første noteringsdag

I_{it} = OSEBX på tidspunkt t

I_{i0} = OSEBX ved aksjens siste tegningsdato eller ved første noteringsdag

For å beregne bransjejustert avkastning etter første noteringsdag for selskapene klassifisert som oljerelaterte, har vi gjort som følger:

$$r_i = (P_{it} - P_{i0}) / P_{i0} - (I_{jt} - I_{j0}) / I_{j0}$$

der:

r_i = markedsjustert avkastning

P_{it} = aksjekurs i på tidspunkt t

P_{i0} = tegningskurs ved emisjon eller ved første noteringsdag

I_{jt} = OSE10 på tidspunkt t

I_{j0} = OSE10 ved aksjens siste tegningsdato eller ved første noteringsdag

5.3 Resultater

Vi har benyttet formelen over til å beregne gjennomsnittlig verdi for markedsjustert avkastning fra første noteringsdag. Avkastningen er beregnet for selskapene totalt og deretter er avkastningen delt inn i oljerelaterte og ikke-oljerelaterte selskaper:

Tabell 5-2: Markedsjustert langsiktig avkastning for alle selskapene.

Antall måneder	Avk. Aksjer	Avk. OSEBX	Markedsjustert avk.(OSEBX)
3 mnd	21,06 %	11,11 %	9,96 %
6 mnd	28,54 %	21,14 %	7,40 %
9 mnd	35,70 %	31,73 %	3,98 %
12 mnd	41,48 %	41,47 %	0,01 %

Tabell 5-2 viser at den totale gjennomsnittlige unormale avkastningen på tolv måneder etter børsintroduksjonen i praksis er lik null (0,01 %). Det er verdt å merke at den har den høyeste markedsjusterte avkastningen etter tre måneder, og at den reduseres gradvis etter det. Vi ser også at OSEBX har beveget seg omtrent 10 % i gjennomsnitt pr. tremånedersperiode etter børsintroduksjonene.

Tabell 5-3: Statistisk analyse av markedsjustert langsiktig avkastning.

Måneder	OSEBX			
	3 mnd	6mnd	9mnd	12mnd
Markedsjustert avk.	9,96 %	7,40 %	3,98 %	0,01 %
Median	3,49 %	2,05 %	-4,45 %	-30,33 %
Høy	141,43 %	78,57 %	161,60 %	161,04 %
Lav	-35,99 %	-43,77 %	-60,97 %	-78,81 %
Antall pos.	20	19	10	8
Antall neg.	18	14	13	10
St. avvik	33,99 %	34,31 %	50,83 %	65,17 %
T-verdi	1,81	1,24	0,38	0,00
Frihetsgrader	37	32	22	17

For alle fire tidsperioder er gjennomsnittet høyere enn medianen. Så fordelingen er skjev, med mer ekstreme verdier på oppsiden enn på nedsiden. Det er en enorm forskjell på høyeste og laveste markedskorrigerte avkastning tolv måneder etter børsnotering. Den markedskorrigerte avkastningen til selskapet som har gjort det dårligst på børs etter introduksjonen er -78,81 %. Investorer som kjøpte til sluttkurs første dag, og holdt aksjene sine i tolv måneder har altså fått redusert sitt investerte beløp til nesten en femtedel. Det samme selskapet hadde den nest høyeste startavkastningen på 27,33 %. I motsatt ende av spekteret var det et selskap som steg 161,04 % på tolv måneder fra første noteringsdag.

Fordelingen av positiv og negativ avkastning er nokså jevn for alle periodene. Etter ni og etter tolv måneder er det flere selskaper som har hatt negativ enn positiv markedsjustert avkastning. Når gjennomsnittet allikevel er positivt etter ni måneder og null etter tolv måneder, er det også et tegn på mer ekstreme verdier på de som er positive.

Bortsett fra den positive markedsjusterte avkastningen etter tre måneder, er det ingen av T-verdiene som indikerer at noen av de resultatene for langsiktig markedsjustert avkastning er statistisk forskjellig fra null. Og den markedsjusterte avkastningen etter tre måneder er bare signifikant på 10 %-nivå.

Videre har vi beregnet den gjennomsnittlige langsiktige avkastningen for de selskapene som er klassifisert som oljerelaterte etter GICS og som ble børsintrodusert i 2004 eller 2005.

Tabell 5-4: Markedsjustert og bransjejustert langsiktig avkastning for de oljerelaterte selskapene introdusert i 2004 og 2005.

Antall måneder	Avk. Aksjer	Avk. OSEBX	Avk. OSE10	Markedsjustert avk. (OSEBX)	Marjedsjustert avk. (OSE10)
3 mnd	22,05 %	9,49 %	14,12 %	12,57 %	7,93 %
6 mnd	29,60 %	17,85 %	28,62 %	11,75 %	0,98 %
9 mnd	58,93 %	32,89 %	50,87 %	26,04 %	8,07 %
12 mnd	108,13 %	39,67 %	68,80 %	68,46 %	39,33 %

Vi ser av tabellen at aksjeavkastningen på de fem selskapene som har vært på børs i minst tolv måneder er på hele 108,13 %. Samtidig har markedet steget 39,97 %, så den markedsjusterte langsiktige avkastningen på de oljerelaterte selskapene er på hele 68,46 % etter tolv måneder. Den markedsjusterte avkastningen er 12,57 % på tre måneder, 11,75 % på seks måneder og 26,04 % på ni måneder.

OSE10-indeksen har steget 68,80 % i gjennomsnitt på tolv måneder etter børsnoteringene, så den bransjejusterte langsiktige avkastningen for de oljerelaterte selskapene er på 39,33 %. Bransjejustert langsiktig avkastning for de oljerelaterte selskapene er 7,93 % på tre måneder, 0,98 % på seks måneder og 8,07 % på ni måneder etter notering.

Tabell 5-5: Statistisk analyse av markedsjustert og bransjejustert langsiktig avkastning for de oljerelaterte selskapene introdusert i 2004 og 2005.

Måneder	OSEBX				OSE10			
	3 mnd	6mnd	9mnd	12mnd	3 mnd	6 mnd	9 mnd	12 mnd
Markedsjustert avk.	12,57 %	11,75 %	26,04 %	68,46 %	7,93 %	0,98 %	8,07 %	39,33 %
Median	9,07 %	7,27 %	11,88 %	37,15 %	3,05 %	-11,08 %	-9,27 %	27,84 %
Høy	83,86 %	78,57 %	161,60 %	161,04 %	75,05 %	54,07 %	120,19 %	121,03 %
Lav	-22,88 %	-20,49 %	-44,22 %	14,67 %	-28,05 %	-27,36 %	-51,34 %	-24,58 %
Antall pos.	8	6	6	5	8	4	4	4
Antall neg.	4	5	3	0	4	7	5	1
St. avvik	29,79 %	31,28 %	61,48 %	59,67 %	29,37 %	25,45 %	52,25 %	55,50 %
T-verdi	1,46	1,25	1,27	2,57	0,94	0,13	0,46	1,58
Frihetsgrader	11	10	8	4	11	10	8	4

Gjennomsnittet er høyere enn medianen for alle periodene for både markedsjustert og bransjejustert langsiktig avkastning. Dette tyder på skjev fordeling med mer ekstreme verdier i positiv retning. Det er interessant å merke seg at det selskapet som har høyest markedsjustert langsiktig avkastning etter tolv måneder er det samme her som i hele utvalget. Dessuten har ingen av de oljerelaterte selskapene som har vært på børs i tolv måneder gjort det dårligere enn markedet. Fire av fem har høyere avkastning enn bransjen på tolv måneder.

Det er bare den markedsjusterte langsiktige avkastningen etter tolv måneder som er statistisk signifikant forskjellig fra null på 10 %-nivå. Ingen av de andre periodene på markedsjustert avkastning og ingen av de bransjejusterte avkastningstallene er statistisk forskjellige fra null.

Tabell 5-6: Markedsjustert langsiktig avkastning for de ikke oljerelaterte selskapene introdusert i 2004 og 2005.

Antall måneder	Avk. Aksjer	Avk. OSEBX	Markedsjustert avk.(OSEBX)
3 mnd	20,61 %	11,86 %	8,75 %
6 mnd	28,01 %	22,78 %	5,23 %
9 mnd	20,77 %	30,98 %	-10,21 %
12 mnd	15,84 %	42,16 %	-26,32 %

Vi ser av tabell 5-6 at den gjennomsnittlige markedsjusterte avkastningen etter tre måneder (8,75 %) og seks måneder (5,23 %) er positiv, men den etter ni måneder (-10,21 %)

og etter tolv måneder (-26,32 %) er negativ. Markedet har hatt omtrent 10 % avkastning per periode.

Tabell 5-7: Statistisk analyse av markedsjustert langsiktig avkastning for de ikke-oljerelaterte selskapene introdusert i 2004 og 2005.

Måneder	OSEBX			
	3 mnd	6mnd	9mnd	12mnd
Markedsjustert avk.	8,75 %	5,23 %	-10,21 %	-26,32 %
Median	-2,58 %	1,08 %	-10,82 %	-36,02 %
Høy	141,43 %	74,76 %	88,46 %	83,81 %
Lav	-35,63 %	-43,77 %	-60,97 %	-78,81 %
Antall pos.	12	12	4	3
Antall neg.	14	10	10	10
St. avvik	36,25 %	36,24 %	38,63 %	46,11 %
T-verdi	1,23	0,68	-1,02	-2,06
Frihetsgrader	25	21	13	12

Igjen ser vi et gjennomsnitt som er høyere enn medianen i alle periodene, så her er også fordelingen skjev i positiv retning. Den høyeste markedsjusterte avkastningen etter tolv måneder er på 83,81 og den laveste er -78,81 % som også er utvalgets laveste. I motsetning til gruppen med oljerelaterte selskaper har flertallet av disse selskapene negativ markedsjustert avkastning de tolv første månedene etter børsnotering. Fra t-verdiene ser vi at det bare er etter tolv måneder at markedsjustert avkastning er statistisk forskjellig fra null på 10 %-nivå.

5.4 Tolkning av resultater

Tabell 5-2 viser at markedsjustert langsiktig avkastning etter tolv måneder er på 0,01 %. Beregningsperioden vår er kortere enn det som har vært vanlig i tidligere empiri. Tidligere studier har funnet at børsintroduksjoner har negativ markedsjustert avkastning på lang sikt, men de studiene er vanligvis gjort på treårsperioder etter notering. Sættem (1996) har i sin studie delt 3-års perioden opp i delperioder. For de 49 selskapene i perioden 1982-1993 var det en negativ avkastning allerede etter tolv måneder (-1,42 %). Ritter (2005) beregner også unormal avkastningen etter tolv måneder. For de 6973 selskapene i perioden 1970-2003 var det en unormal avkastning på -1,1 %. Når vi i tillegg ser at selskapene i vårt utvalg har 9,96

% markedsjustert avkastning etter tre måneder, som synker til 7,40 % etter seks måneder, 3,98 % etter ni måneder og til 0,01 % etter tolv måneder, ser det ut til at tendensen går mot null markedsjustert avkastning på lang sikt.

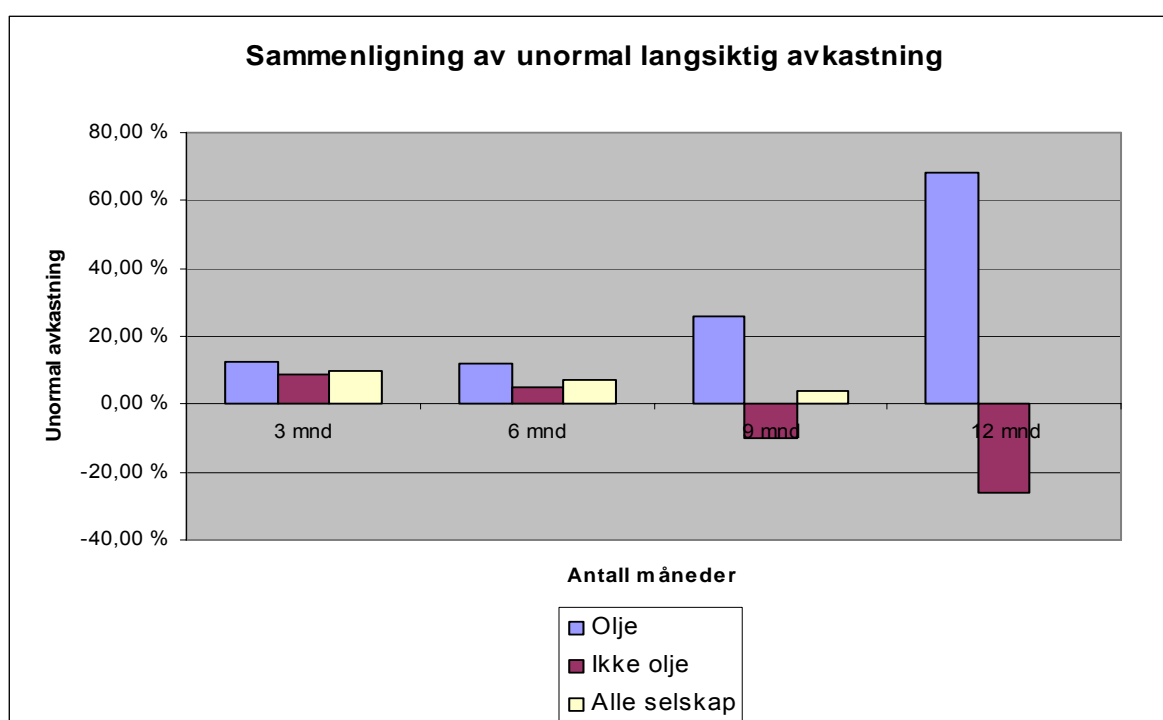
I Tabell 5-4 finner vi det første resultatet som er statistisk forskjellig fra null. Standardavviket er så høyt (59,67 %) og antallet så lavt som fem, at et gjennomsnitt på 68,46 % bare er signifikant på 10 %-nivå. Så de oljerelaterte selskapene hadde en positiv markedsjustert avkastning på tolv måneder etter notering. Av disse fem, er det verdt å merke seg at de to som har hatt høyest markedsjustert avkastning på tolv måneder (161,04 % og 94,47 %) er riggselskaper. Ser vi på de bransjejusterte avkastningstallene ser vi at gjennomsnittet på 39,33 % må kunne sies å være høyt, selv om det ikke er statistisk signifikant. Tallet for bransjejustert avkastning etter ni måneder er på 8,07 %, noe som ikke er så bemerkelsesverdig med tanke på at det bare er ni selskaper i utvalget som har vært notert så lenge. Hvis vi derimot ser på de selskapene som har oljerigger og de som ikke har oljerigger blir resultatet ganske annerledes. De tre selskapene som har oljerigger slår oljebransjen med 62,03 % mens de seks selskapene som ikke har oljerigger gjør det 18,92 % dårligere enn oljebransjen på ni måneder etter notering. Dette tyder på at det kan være endringer i markedsforhold for riggselskaper som gjør at de har så stor avkastning. Økningen i oljepris har gjort oljeleting mer lønnsomt for oljeselskaper. Dermed har etterspørselen etter borerigger økt, og dagratene for leie av borerigger har steget voldsomt. Riggselskapenes driftskostnader har ikke økt i samme grad, så fremtidig kontantstrøm må kunne forventes å øke betraktelig. Da kan heller ikke disse selskapenes økning i aksjeverdi ansees som unormal.

Videre ser vi i Tabell 5-6 at de ikke oljerelaterte selskapene har en negativ markedsjustert avkastning på 26,32 % hos de 13 selskapene som har vært notert i tolv måneder. Dette er mer i tråd med teorien og tidligere empiri. I denne gruppen ser vi også at det er en positiv markedsjustert avkastning etter tre og seks måneder, men at denne snur og blir negativ når man går til ni og tolv måneders sikt. Her er ser det også ut til at det går mot negativ avkastning på lang sikt. Hvis vi forutsetter at de ikke-oljerelaterte selskapene er såpass forskjellige at de er representative for markedet, kan det forsvares at vi ikke har betajustert avkastningen for de enkelte selskapene. Vi vet at det var positiv markedsavkastning i samtlige tolv måneders perioder etter de ulike børsnoteringene. Med tanke på Eckbo og Nordlis (2004) innspill om at de nyintroduserte selskapene har lavere forventet avkastning,

på grunn av lavere risiko, kan det se ut til at det ikke er uventet at de nyintroduserte ikke-oljerelaterte selskapene har lavere avkastning enn markedet.

Setter man resultatene fra Tabell 5-2, 5-4 og 5-6 i sammenheng, ser vi at det er den positivt signifikante markedsjusterte langsiktige avkastningen på de oljerelaterte selskapene og den negativt signifikante markedsjusterte langsiktige avkastningen på de ikke-oljerelaterte selskapene kansellerer hverandre slik at den blir på 0,01 % for hele utvalget. Dette illustreres i Figur 5-1:

Figur 5-1:



6. Konklusjon

Vi har i denne utredningen analysert avkastningen til 38 selskaper, blant annet 12 oljerelaterte selskaper som er blitt introdusert på Oslo Børs i perioden fra 01.01.2004 til 31.12.2005. Vi har analysert selskapenes startavkastning og langsiktige avkastning og sammenlignet med den generelle avkastningen i aksjemarkedet, og de oljerelaterte med en indeks for oljebransjen i tillegg.

Den markedsjusterte startavkastningen var på gjennomsnittlig 2,21 % for de 38 selskapene. Det var ikke statistisk signifikant forskjellig fra null, og vesentlig lavere enn i tilsvarende undersøkelser gjort i Norge og internasjonalt. De oljerelaterte selskapene hadde en startavkastning på 4,84 %, og de ikke-oljerelaterte selskapene hadde 1,12 %.

I analysen av om emisjonskursens plassering i forhold til den indikerte prisen (prisintervallet) har innvirkning på startavkastningen, fant vi at når emisjonskursen ble satt likt eller over midten av prisintervallet, ble startavkastningen 5,50 %, mens den ble -1,12 % når emisjonskursen var satt under midten av intervallet. Dette tyder på at tilrettelegger ikke justerer emisjonskursen nok i forhold til etterspørsel, verken i positiv eller negativ retning.

Analysen av den langsiktige markedsjusterte avkastningen til 18 selskaper ga et gjennomsnitt på 0,01 %. De fem oljerelaterte selskapene hadde en positiv markedsjustert avkastning på 68,84 %, og dette kommer i en periode der det har vært sterk oppgang i oljeprisen. De 13 ikke-oljerelaterte selskapene hadde en negativ markedsjustert avkastning på -26,32 %. Dette indikerer at den markedsjusterte negative langsiktige avkastningen som tidligere er observert, fortsatt kan være tilstede i markedet generelt, men at markedsforhold i en enkelt bransje kan endre seg så mye at det i en gitt periode gir en mye høyere avkastning enn man får i markedet.

De fem oljerelaterte selskapene har en bransjejustert avkastning på hele 39,33 %, i en periode der sektorindeksen steg 68,80 %. De to selskapene som står for brorparten av oppgangen er riggselskaper. Dette kommer av at økt oljepris har gjort det mer lønnsomt å lete etter olje, noe som har drevet opp etterspørselen etter oljerigger, som igjen har økt dagratene og det fremtidige inntjeningspotensialet til riggselskapene.

Litteraturliste

Abrahamsen, Håvard S. (1999) Vellykket børsnotering-Fokuser på aksjelikviditet, Praktisk Økonomi og Finans nr 2.

Allen, Franklin og Gerald R. Faulhaber (1989) Signalling by underpricing in the IPO market, *Journal of Financial Economics* 23, 303-324.

Amihud, Yakov, Shmuel Hauser og Amir Kirsh (2001) Allocation, adverse selection and cascades in IPOs: Evidence from Israel, Working paper, New York University.

Aswath Damodaran (2002) *Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. Wiley Finance, Second Edition.

Baron, David P., (1982) A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues, *Journal of Finance* 37, 955-976.

Beatty, Randolph P. og Ivo Welch (1996) Issuer expenses and legal liability in initial public offerings, *Journal of Law and Economics* 39, 545-602.

Bennninga, Simon, Mark Helmantel og Oded Sarig (2005) The timing of initial public offerings, *Journal of Financial Economics* 75, 115-132.

Biais, B. og Faugeron-Crouzet, A. M. (2002) IPO Auctions: English, Dutch,... French and Internet, *Journal of Financial Intermediation*, vol. 11, issue 1, 9-36.

Boehmer, Ekkehart og P. Raymond Fische (2001) Equilibrium rationing in initial public offerings of equity, Working Paper, University of Miami.

Brennan, Michael J. og J. Franks (1997) Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK, *Journal of Financial Economics* 45, 391-413.

Carter, Richard og Steven Manaster (1990) Initial Public Offerings and Underwriter Reputation, *Journal of Finance* 45, nr. 4, 1045-1067.

Chemmanur, Thomas J. (1993) The pricing of initial public offers: a dynamic model with information production, *Journal of finance* 48, 285-304.

Cooney, John w., Ajai K. Singh, Richard B. Carter og Frederick H. Dark (2001) IPO initial returns and underwriter reputation: Has the inverse relationship flipped in the 1990s?

Working Paper, University of Kentucky, Case Western Reserve University, og Iowa State University.

Eckbo, B. Espen og Øyvind Nordli (2004) Liquidity risk, leverage and long-run IPO returns, *Journal of Corporate Finance* 11, 1.

Cornelli, Francesca og David Goldreich (2001) Bookbuilding and strategic allocation, *Journal of Finance* 56, 2337-2369.

Gretland, Bjørge (1997) Børsintroduksjoner, verdsettelse og prisfastsettelse, *Verdsettelse i teori og praksis*, Festskrift til Knut Boye.

Habib, Michael og Alexander Ljungqvist (2001) Underpricing and entrepreneurial wealth losses in IPOs: Theory and evidence, *Review of Financial Studies* 14, 433-458.

Hanley, Kathleen Weiss (1993) The underpricing of initial public offerings and the partial adjustment phenomenon, *Journal of Financial Economics* 34, 231-250.

Holtan, Olav Kjell (1996) Børsintroduksjon-prosessen, *Praktisk økonomi og ledelse*, Årgang 12, Nr 3.

Houge, Todd, Tim Loughran, Gerry Suchanek og Xuemin Yan (2001) Divergence of opinion, uncertainty and the quality of initial public offerings, *Financial Management* 30, 5-23.

Håland, A. (1994) Norske børsintroduksjoner, en analyse av perioden 1982-94, *Siv. Øk. Utredning NHH*.

Ibbotson, R. G. (1975) Price performance of common stock new issues, *Journal of financial economics*, 2, 235-272.

Ibbotson, R.G. og Ritter, J.R., *Initial Public Offerings*, Paper presented at the workshop on corporate finance and stock market, held at EIASM, Brussels, March 29-30, 1993.

Jain, Bharat A. og Omesh Kini (1994) The post issue operating performance of IPO firms, *Journal of Finance* 49, 1699-1726.

Johnsen, T. og F. Sættem (1996) Eierskap og kapital som konkurransefaktor, Fagbokforlaget Bergen, 15-35.

Koh, Francis og Terry Walter (1989) A direct test of Rock's model of the pricing of unseasoned issues, *Journal of Financial Economics* 23, 251-273.

Kooli, M. og Suret, J. (2004) The aftermarket performance of initial public offerings in Canada, 14, 1, 47-66.

Kriegman, Laurie, Wayne H. Shaw og Kent L. Womack (1999) The persistence of IPO mispricing and the predictive power of flipping, *Journal of Finance* 54, 245-284.

Lee, Philip J., Stephen L. Taylor og Terry S. Walter (1999) IPO underpricing explanations: Implementation from investor application and allocation schedules, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 34, 425-444.

Ljungqvist, A. P. (1997) Pricing initial public offerings: further evidence from Germany, *European Economic Review*, 41, 7, 1309-1320(12).

Ljungqvist, A. P., V. Nanda og R. Singh (2004) Hot markets, investor sentiment, and IPO pricing, *Journal of Business*, Kommer.

Loughran, T., Ritter, J.R. og Rydqvist, K. (1994) Initial Public Offerings: International Insights, *Pacific-Basin Finance Journal*, 2, 165-199, Oppdatert 2006

Loughran T. og Ritter J. R. (2001) Why has IPO underpricing changed over time? Working Paper, University of Florida.

Loughran T. og Ritter J. R. (2002). Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPOs? *The Review of Financial Studies Special Vol. 15, No.2*, p. 413-443.

Mello, Antonio S. og John E. Parsons, Going public and the ownership structure of the firm, *Journal of Financial Economics* 49, 79-109.

Mikkelson, Wayne H., M. Megan Partch og Kshitij Shah (1997) Ownership and operating performance of companies that go public, *Journal of Financial Economics* 44, 281-307.

-
- Miller, E. M. (1977) Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion, *Journal of Finance* 32, 1151-1168.
- Muscarella, Chris J. og Michael R. Vetsuypens (1989) A simple test of Baron's model of IPO underpricing, *Journal of Financial Economics* 24, 125-136.
- Nærland, M. (1994) Børsintroduksjoner og rettede emisjoner, SNF-Rapport, 74/94.
- Pagano, Marco., Fabio Panetta og Luigi Zingales (1998) Why do companies go public? *Journal of Finance* 53, 27-64.
- Ritter, J.R. (1984) The 'Hot Issue' markets of 1980, *The Journal of Business* 57, No. 2, 215-240.
- Ritter, J.R. (1991) The long-run performance of initial public offerings, *Journal of Finance*, 46, 3-27.
- Ritter, J. R. (1998) Initial Public Offerings, Warren Gorham & Lamont Handbook of Modern Finance
- Ritter J. R., Welch I. (2002) A review of IPO activity, pricing and allocations. *The Journal of Finance*. Vol. 57. No. 4.
- Ritter, R. J. (2005) Some factoids about the 2005 IPO market. http://bear.cba.ufl.edu/ritter/work_papers/Some%20Factoids%20about%20the%202004%20IPO%20Market.pdf
- Rock, Kevin (1986) Why new issues are underpriced, *Journal of Financial Economics* 15, 187-212.
- Ruud, T. og H. Ullevoldsæter (1987) Aksjer på billigsalg!, Diplomøkonomoppgave BI.
- Sciller, R. J. (1990) Speculative Prices and Popular Models, *Journal of Economic Perspectives* 4, 55-65.
- Schultz, P.H. og Zaman, M.A. (1994) Aftermarket support and underpricing of initial public offerings, *Journal of Financial Economics*, 35, 199-219.
- Semmen, K. (1989) Prising av norske aksjer: Noen empiriske undersøkelser, *Beta*, 2, 67-77.

Siconofli, Michael (1997) Underwriters set aside IPO stock for officials of potential customers, Wall Street Journal November 12, A1

Teoh, Siew Hong, Ivo Welch og T. J. Wong (1998) Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings, Journal of Finance 53, 1935-1974.

Tinic, Seha M. (1988) Anatomy of initial public offerings of common stock, Journal of Finance 43, 789-822.

Welch, Ivo (1989) Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings, Journal of Finance 44, 421-450.

www.oslobors.no/ob

Zhang, Donghang (2001) Why do IPO underwriters allocate extra shares when they expect to buy them back? Working paper, University of Florida.

Zingales, Luigi (1995), Insider ownership and the decision to go public, Review of Economic Studies 62, 425-448.