

NHH



Privatinvestorers atferd i børsnoteringer

En studie av børsnoteringer med og uten kontantrabatt

Sebastian Nordvang & Lasse André Mørck

Veileder: Trond Døskeland

Masterutredning i Finansiell Økonomi

Norges Handelshøyskole

Bergen, Høsten 2015

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ett ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer inntår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Denne masterutredningen omhandler privatinvestorers atferd og effektene av kontantrabatten i børsnoteringer på Oslo Børs fra 2011 til i dag. Analysene fokuserer på; om privatinvestorer selger tegningsaksjer, forskjeller ved privatinvestorer som mottar kontantrabatt og de som ikke mottar kontantrabatt, og hvorvidt noteringskravet på 500 aksjonærer for å noteres på Oslo Børs er oppfylt i tiden etter notering.

Vi finner; (1) privatinvestorer selger aksjene de tegnet seg i børsnoteringer. Resultatene viser at ett år etter et selskap ble notert, har nesten 7 av 10 privatinvestorer solgt sine tegningsaksjer. (2) Privatinvestorer selger seg raskt ut av børsnoteringer. Dette kan skyldes at mange privatinvestorer spekulerer i at selskaper er underpriset ved notering. (3) Kontantrabatterte privatinvestorer selger sine tegningsaksjer raskere enn privatinvestorer som ikke mottok kontantrabatt. (4) Kontantrabatten har ingen langsiktige effekter på privatinvestorers atferd. (5) Kontantrabatten anvendes ofte for å møte Oslo Børs noteringskrav på 500 aksjonærer. Vi finner dog ingen resultater som tilsier at totalt antall aksjonærer i et nylig notert selskap faller under kravet på 500 aksjonærer i tiden etter noteringen.

Stikkord: *Kontantrabatt, retailrabatt, insentivordninger, bonusaksjer, børsnotering, IPO, Oslo Børs, aksjonærer, privatinvestor, atferd.*

Forord

Denne masterutredningen er skrevet ved Norges Handelshøyskole høsten 2015 og inngår som en avsluttende del av masterstudiet i økonomi og administrasjon med fordypning i finansiell økonomi.

Det er skrevet svært lite om privatinvestorers atferd og effektene av kontantrabatten som ofte benyttes i børsnoteringer. Undertegnede har deltatt i flere børsnoteringer de siste årene, både med og uten kontantrabatt. Som en følge av dette søkte vi etter informasjon om investorenes atferdsmønster, og effektene av kontantrabatten uten hell. Vi har derfor begge vært drevet av tanken om å skape noe nytt og samtidig legge grunnlag for videre forskning på emnet. En viktig motivasjon for oss har vært at økt kunnskap om privatinvestorer og kontantrabatten kan bidra til mer effektive insentivordninger i fremtiden, noe blant annet staten legger stor vekt på ved børsnoteringer av tidligere statseide selskaper.

Arbeidet har derfor vært utfordrende, men fremfor alt svært spennende og lærerikt. Vi har vært heldige som har fått omgås i et miljø med mange dyktige mennesker. Uten disse menneskene hadde vi ikke hatt mulighet til å opparbeide oss det kunnskapsnivået utredningen representerer.

Vi er svært takknemlige for et flott samarbeid med vår veileder, Trond Døskeland. Gode råd og konstruktive tilbakemeldinger har vært essensielt for fremgang i utredningen. Vi vil også takke selskapene som bidro med aksjonærlistene til datagrunnlaget.

Norges Handelshøyskole

Bergen, 20.12.2015

Sebastian Nordvang

Lasse André Mørck

Innhold

1	Innledning	7
1.1	Hypoteser	8
2	Teori	10
2.1	Foretakets finansieringskilder	10
2.2	Børsnoteringsprosessen	13
2.2.1	Mål og motiver	14
2.2.2	Forberedelser og analyser	15
2.2.3	Markedsføring og prissetting	16
2.2.4	Notering	18
2.2.5	Sekundærmarkedet	18
2.3	Insentivordninger	20
2.3.1	Kontantrabatt	20
2.3.2	Bonusaksjer	21
2.4	Noteringskrav Oslo Børs	21
2.5	Atferdsteori	22
3	Hypoteseutvikling	25
4	Metode	27
4.1	Identifisering av relevante noteringer	27
4.2	Datagrunnlaget	28
4.3	Modellering av data	30
5	Resultater og analyse	33
5.1	Hypotese 1	34
5.2	Hypotese 2	36
5.3	Hypotese 3	38
5.4	Hypotese 4	40
5.5	Hypotese 5	42
6	Konklusjon	44

Litteraturoversikt	47
Appendiks	50

Figurer

1.1	Oslo Børs hovedindeks og antall noteringer	8
2.1	Skatt og gjeld	10
2.2	Kapitalstruktur og optimal gjeld	11
2.3	Resultater fra Lucas & McDonald (1990)	12
2.4	Prosjektgruppen	15
2.5	Selskaper som anvendte kontantrabatt ved børsnotering (2011 til idag)	21
2.6	Prospektteori	24
5.1	Resultater hypotese 1	34
5.2	Resultater hypotese 2	36
5.3	Resultater hypotese 3	38
5.4	Resultater hypotese 4	40
5.5	Resultater hypotese 5 - Første 250 dager	42
5.6	Resultater hypotese 5	43
Appendiks		
	Aksjonærstruktur i AlphaCo	50
	Gjenværende kontantrabatterte privatinvestorer i AlphaCo	51
	Aksjekursutvikling i AlphaCo	51
	Aksjonærstruktur i BetaCo	52
	Gjenværende kontantrabatterte privatinvestorer i BetaCo	53
	Aksjekursutvikling i BetaCo	53
	Aksjonærstruktur i DeltaCo	54
	Gjenværende kontantrabatterte privatinvestorer i DeltaCo	55
	Aksjekursutvikling i DeltaCo	55
	Aksjonærstruktur i EtaCo	56
	Gjenværende kontantrabatterte privatinvestorer i EtaCo	57
	Aksjekursutvikling i EtaCo	57
	Aksjonærstruktur i GammaCo	58
	Gjenværende kontantrabatterte privatinvestorer i GammaCo	59
	Aksjekursutvikling i GammaCo	59

Tabeller

4.1	Tidspunkter for aksjonærlistene i datagrunnlaget	29
4.2	Kjennetegn ved selskapene i datagrunnlaget	29

Kapittel 1

Innledning

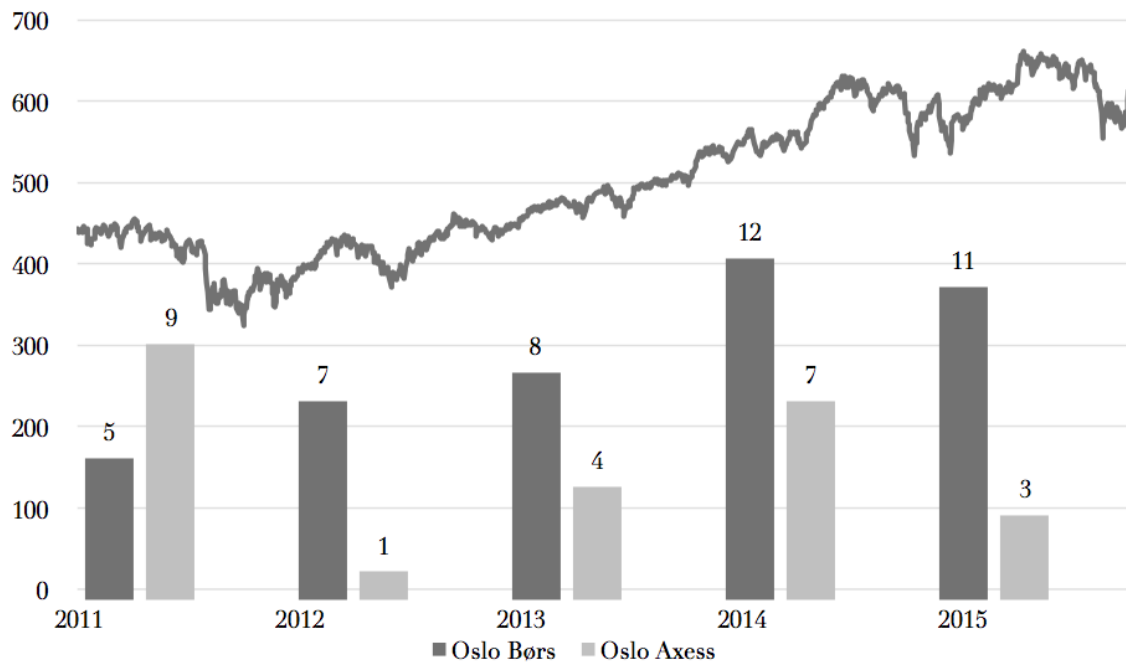
I løpet av det siste tiåret har et stort antall børsnoteringer blitt gjennomført på Oslo Børs. Fra 2005 frem til finanskrisen var det 96 selskaper som ble notert på Oslo Børs og Oslo Axess. Etter finanskrisen avtok derimot interessen for å ta selskaper på børs, og det ble kun gjort 3 noteringer på Oslo Axess i 2009. Som figur 1.1 viser, har 43 selskaper blitt notert på Oslo Børs fra 2011 frem til i dag (Oslo Børs, 2015). Av disse har 23 selskaper hatt insentivordninger¹ rettet mot privatinvestorer². 21 selskaper hadde kontantrabatt og 2 hadde bonusaksjer eller en alternativ rabattordning.

Staten har et ønske om at privatpersoner skal eie mer aksjer og vektlegger insentivordninger sterkt i børsnoteringer av tidligere heleide statlige selskaper. Nylig ble Entra notert på Oslo Børs med en bonusaksjeordning. Insentivordninger, som kontantrabatt og bonusaksjer, anvendes også av ikke-statlige selskaper som børsnoteres. Dette er i hovedsak for å tiltrekke seg tilstrekkelig antall aksjonærer for å oppfylle Oslo Børs noteringskrav på 500 aksjonærer, men også som en markedsføringsstrategi rettet mot privatinvestorer. Profilerte selskaper som XXL, Europris, Kid og Skandiabanken anvendte ikke insentivordninger når de ble børsnotert. Dette skyldes trolig at noteringskravet på 500 aksjonærer ble tilfredsstilt grunnet privatinvestorers kjennskap til selskapene. Mindre profilerte selskaper derimot, anvender ofte insentivordninger for å oppnå tilstrekkelig antall aksjonærer ved notering.

I finanslitteraturen er det mye forskning relatert til børsnoteringer og dens avkastning og underprising etter notering. Vi ønsker derimot å knytte forskningen opp mot privatinvestorers atferd og effektene av å anvende en insentivordning. Dette er det forsket svært lite på, noe som har vært motivasjonen bak denne utredningen og gjør den både nyskapende og kreativ.

¹En ordning for privatinvestorer som er tiltenkt å gjøre børsnoteringen til en mer attraktiv investering. I all hovedsak dreier dette seg om en kontantrabatt eller bonusaksjer.

²Investorer som tegner aksjer for en verdi av minimum NOK 10 500 og opp til den definerte grensen i prospektet. Investorene kan være både privatpersoner og juridiske personer.



Figur 1.1: Oslo Børs hovedindeks og antall noteringer

1.1 Hypoteser

I denne utredningen skal vi analysere privatinvestorers atferd og effektene av kontantrabatten i børsnoteringer på Oslo Børs. Vi har data fra 5 selskaper som er blitt notert på Oslo Børs fra 2011 til i dag.

Vi har utviklet flere hypoteser, i den første hypotesen ønsker vi å kartlegge hvorvidt privatinvestorer selger sine tegningsaksjer etter notering. Deretter ser vi hvor raskt privatinvestorene selger tegningsaksjene, før vi går dypere inn i forskjellene mellom privatinvestorer som mottar kontantrabatt, og de som ikke mottar kontantrabatt. Avslutningsvis ønsker vi å se om selskapene oppfyller noteringskravet til Oslo Børs på 500 aksjonærer i perioden etter notering. Vi vil komme tilbake til hypoteseutviklingen i kapittel 3.

Vi har formulert følgende hypoteser:

- *Hypotese 1: Privatinvestorer som tegner aksjer i børsnoteringer selger seg ut etter notering.*
- *Hypotese 2: Privatinvestorer selger seg raskt ut av børsnoteringer.*
- *Hypotese 3: Privatinvestorer som tegner aksjer i børsnoteringer selger sine aksjer raskere i børsnoteringer med kontantrabatt enn børsnoteringer uten kontantrabatt.*
- *Hypotese 4: Kontantrabatten har ingen langsiktige effekter på privatinvestorers atferd.*
- *Hypotese 5: Børsnoterende selskap har mindre enn 500 aksjonærer etter notering.*

Struktur

Videre i denne utredningen presenterer vi i kapittel 2 relevant teori og tidligere forskning knyttet til hypotesene. Kapittel 3 omhandler hypoteseutviklingen og i kapittel 4 utleder vi metodene som er anvendt i utredningen. I kapittel 5 går vi kronologisk gjennom resultater og analyse av de fem hypotesene. Avslutningsvis i kapittel 6 presenterer vi konklusjoner og forslag til videre forskning. I appendiks har vi inkludert en detaljert beskrivelse av datagrunnlaget, noteringer på Oslo Børs og Oslo Axess fra 2011 til i dag, samt et utdrag fra et noteringsprospekt.

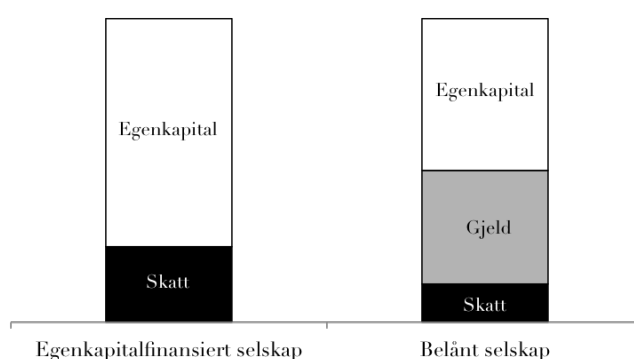
Kapittel 2

Teori

I dette kapitlet presenteres relevant teori, som danner et fundament for videre analyser. Vi starter med å gi et overblikk over foretakets finansieringskilder, før vi går dypere inn i børsnoteringsprosessen, hvor både insentivordninger og noteringskrav er sentrale temaer. Avslutningsvis gir vi et innblikk i de mest sentrale atferdsteoriene, som danner grunnlaget for mye av privatinvestorers atferd.

2.1 Foretakets finansieringskilder

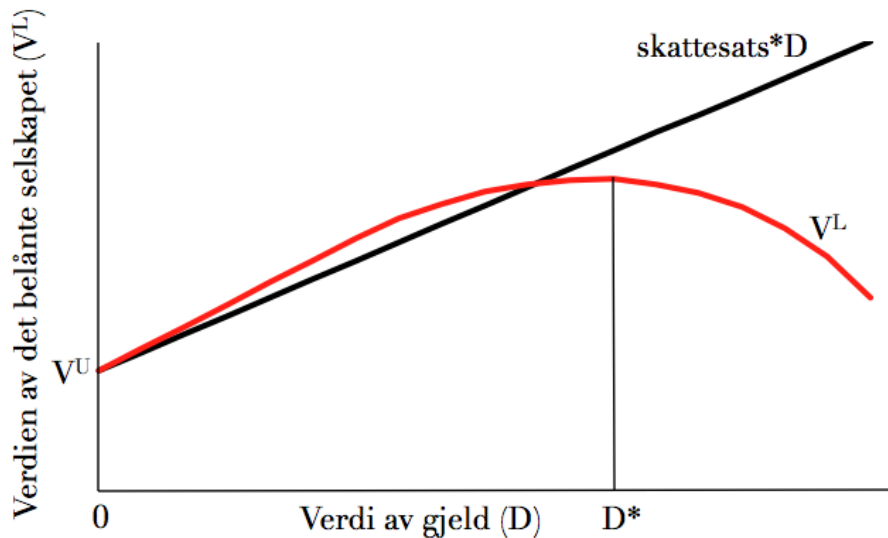
Et selskap kan finansiere sine eiendeler med egenkapital og gjeld. I henhold til Modigliani og Miller (Berk & DeMarzo, 2015) er kapitalstruktur uvesentlig for et selskaps verdi, forutsatt perfekte kapitalmarkeder. I den virkelige verden har vi flere imperfeksjoner som gjør at kapitalstruktur påvirker selskapets verdi. Skatt, «financial distress costs», agentkostnader¹ og asymmetrisk informasjon er eksempler på markedsimperfeksjoner (Berk & DeMarzo, 2015).



Figur 2.1: Skatt og gjeld

¹Agentkostnader er kostnader som oppstår når det er interessekonflikter mellom et selskaps interesser. Agentkostnader kan være positive (mindre frynsegoder til ledelsen fordi selskapet har lavere kontantstrøm når det har gjeld) og negative (overdreven risikotaking i krisetider).

Den største og mest signifikante imperfeksjonen er skatt. Gjennom opptak av gjeld, kan selskapet redusere sin selskapsskatt fordi betaling av renter på gjelden er fradragsberettiget. Dette refereres til som skatteskjoldet. For selskaper med gjentakende positivt resultat før skatt, vil skatteskjoldet kunne bidra til vesentlige merverdier for selskapets egenkapitaleiere (Berk & DeMarzo, 2015). Se figur 2.1 for en illustrasjon av sparte skatter ved opptak av gjeld.



Figur 2.2: Kapitalstruktur og optimal gjeld

Videre illustrerer figur 2.2 avveiningen selskapet står ovenfor når de bestemmer kapitalstruktur. Selskapet ønsker å finne optimal gjeld for å dra maksimal nytte av skatteskjoldet, uten at «financial distress costs» og agentkostnader blir for store. Når gjelden, D , øker, øker verdien av selskapet på grunn av skatteskjoldet og reduserte agentkostnader (Berk & DeMarzo, 2015). Dette fører til at verdien av det belånte selskapet (V^L) er større enn det egenkapitalfinansierte selskapet (V^U). Dersom gjelden blir for stor, vil nåverdien av «financial distress costs» og agentkostnader redusere selskapets verdi. Optimal gjeld er i punktet D^* , hvor verdien av det belånte selskapet (V^L) er størst.

Når ledelsen evaluerer finansieringskilde må de vurdere konsekvensene av «adverse selection»² og signalene de sender til markedet. En eventuell konkurs vil være svært kostbart for ledelsen i et selskap. En økning av gjelden kan derfor sees på som et positivt signal fra ledelsen. Dette viser at ledelsen tror selskapet er i stand til å nedbetale gjelden

²Norsk: ugunstig utvalg. Når en kjøper og selger har ulik informasjon vil gjennomsnittskvaliteten til eiendelen i markedet være annerledes enn gjennomsnittskvaliteten til alle eiendelene.

i fremtiden. Siden ledelsen i et selskap er best informert om selskapets framtidsutsikter, vil de kun hente inn frisk kapital ved å utstede nye aksjer dersom de mener at selskapets aksjer er overpriset. Siden investorene vet dette, vil de senke sin betalingsvilje i en aksjeemisjon fordi de ikke ønsker å betale overpris for aksjene. Dette kalles «lemons principle»³.

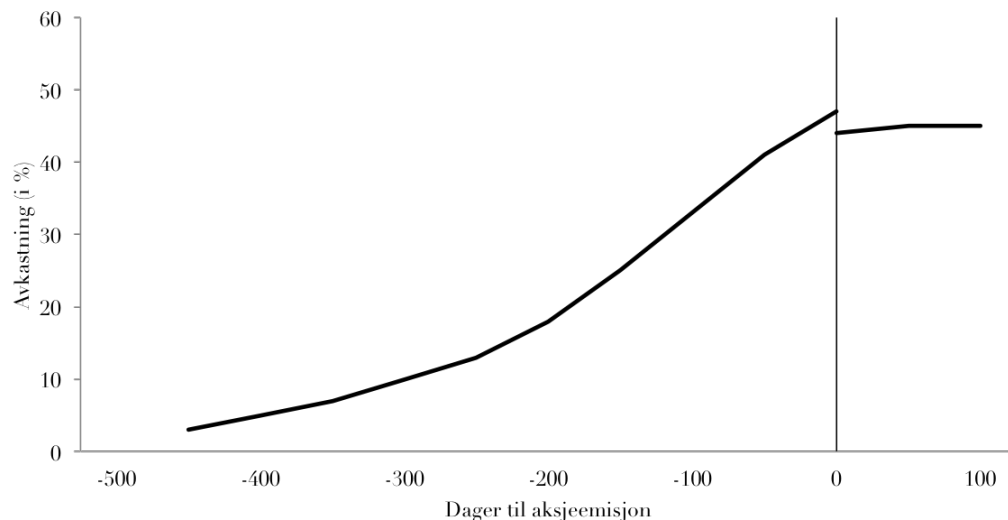
«Adverse selection» og «lemons principle» har flere implikasjoner ved utstedelse av egenkapital:

- *Aksjekursen faller når en aksjeemisjon blir annonsert.*

Flere studier viser at aksjekursene til amerikanske selskaper falt cirka 3 % i gjennomsnitt etter en annonsering av aksjeemisjon (Asquith & Mullins (1986), Masulis & Korwar (1986) og Mikkelson & Partch (1986)).

- *Aksjekursen tenderer til å øke før annonsering av en aksjeemisjon.*

Empiri viser (se figur 2.3) at selskaper som annonserte en aksjeemisjon slo markedet med 50 % i 1,5 år før de annonserte aksjeemisjonen (Lucas & McDonald, 1990).



Figur 2.3: Resultater fra Lucas & McDonald (1990)

³Når en selger har innsideinformasjon om verdien av en vare, vil kjøperen diskontere prisen de er villige til å betale på grunn av «adverse selection».

- *Selskaper annonserer aksjeemisjoner når det er minst informasjonsasymmetri, som regel rett etter fremlegging av kvartalsresultater.*

Dette bekreftes av studiene til Korajczyk, Lucas & McDonald (1991), studiene viser også at den negative reaksjonen i aksjekursen er minst rett etter fremleggingen av kvartalsresultater.

Disse teoriene og empiriske funnene fører til at ledelsen i selskaper unngår å gjøre en aksjeemisjon med mindre de er nødt. Stewart Myers (1984) utviklet den såkalte «pecking order theory», som innebærer at et selskap vil foretrekke å finansiere nye investeringer med fortrinnsvis (1) tilbakeholdt overskudd, (2) gjeld og som en siste utvei (3) egenkapital. Dette er spesielt aktuelt i selskaper hvor ledelsen sitter på store mengder innsideinformasjon (Berk & DeMarzo, 2015).

En børsnotering av selskapets aksjer kan være en form for innhenting av ny egenkapital. Ofte foretas det en kombinasjon av videresalg av aksjer fra eksisterende aksjonærer samtidig som det utføres en aksjeemisjon. Ikke alle børsnoteringer inneholder aksjeemisjoner, selskaper går også på børs uten å hente inn frisk kapital. I disse børsnoteringene foretar eksisterende aksjonærer et spredningssalg ved at de videreselger sine aksjer og dermed reduserer sin eierandel i selskapet.

2.2 Børsnoteringsprosessen

En milepæl i mange selskapers historie er første gang selskapets aksjer noteres og handles på børsen. Selskapets aksjer kan kjøpes og selges av allmenheten, som gir ledelsen gode muligheter til å hente ny egenkapital og oppnå bedre aksjekurs som følge av økt handel i aksjen. Prosessen ved en børsnotering er kompleks og tidkrevende. Den starter måneder før noteringsdagen, og består i hovedsak av fem faser (Gretland, 1997). Den første fasen handler om å organisere og identifisere mål og motiver for børsnoteringen. Den andre fasen er forberedelse og analyser som inkluderer due diligence⁴, verdsettelse av selskapet samt utarbeidelse av et prospekt (se del 3 i appendiks). I denne fasen blir bruk av insentivordninger diskutert og finansiell rådgiver blir sammen med eierne av

⁴En due diligence er en gjennomgang av selskapet som foretas for å verifisere antakelsene som ligger til grunn ved for eksempel et oppkjøp. En due diligence innebærer analyser av de driftsmessige og forretningsmessige forholdene i selskapet. Det utføres både kommersiell-, finansiell- og juridisk due diligence.

selskapet enige om, og eventuelt, hvilken insentivordning som skal anvendes. Vi kommer tilbake til insentivordninger i delkapittel 2.3. Etter at prospektet er utarbeidet begynner den tredje fasen, som innebærer markedsføring og prissetting. De to siste fasene er selve noteringen av aksjene på børsen og overvåkning i sekundærmarkedet etter notering (Gretland, 1997).

2.2.1 Mål og motiver

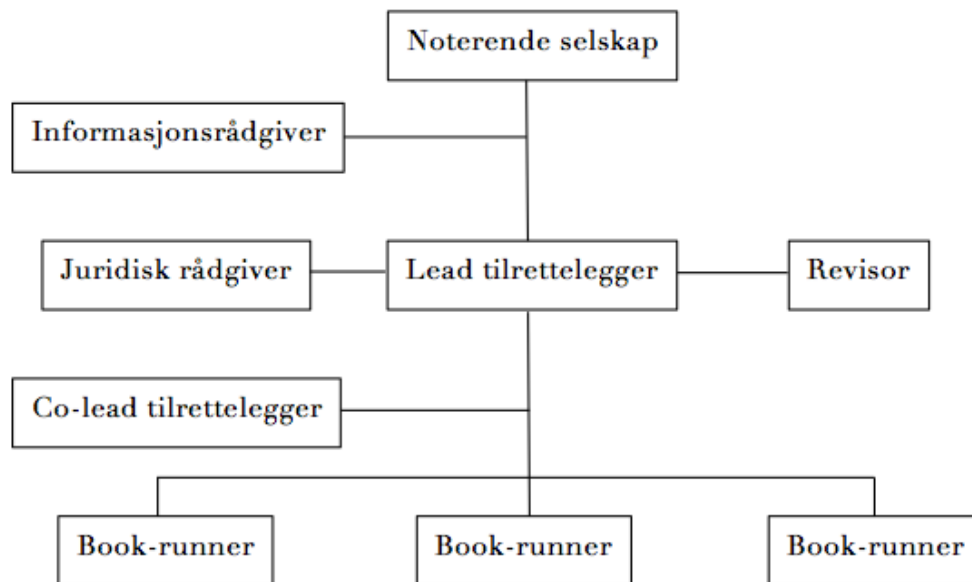
Et selskap kan ha en rekke motiver for en børsnotering. Dette kan være ønsker om å ekspandere, restrukturere, endre kapital- og aksjonærstruktur eller som exit-strategi for eksisterende eiere (Gretland, 1997).

De to største fordelene ved en børsnotering er større likviditet i aksjen og økt tilgang til kapital (Berk & DeMarzo, 2011). Den økte likviditeten i aksjen fører til at eksisterende aksjonærer i selskapet får bedre muligheter til å diversifisere seg som følge av en børsnotering. Videre vil likviditeten kunne styrke aksjekursen, samt selskapets omdømme som følge av økt oppmerksomhet i markedet og media. En ulempe ved økt likviditet er når eksisterende aksjonærer diversifiserer seg, dette vil føre til at selskapet har færre majoritetsaksjonærer og flere småaksjonærer. En reduksjon av konsentrert eierskap kan føre til at ledelsen ikke følges opp og overvåkes godt nok, slik at agentkostnader og imperiebygging kan oppstå. Slike kostnader reduserer verdien av selskapet.

Selskapet som vurderer en børsnotering etablerer et team som leder børsnoteringsprosessen. Dette tar som oftest fire til tolv måneder. Målsettinger defineres samtidig som selskapet organiserer en prosjektgruppe. Den viktigste målsetningen for en børsnotering er effektiv utnyttelse av egenkapitalmarkedet, både som finansieringskilde og prising av selskapet. En sentral del av denne innledende fasen er utvelgelse av prosjektgruppen, illustrert i figur 2.4. Prosjektgruppen utarbeider planer for et spredningssalg/aksjeemisjon, aksjonærstruktur og prisvurderinger. Bruk av insentivordninger kan allerede i denne fasen diskuteres internt i selskapet.

Selskapet som børsnoteres inviterer gjerne ulike investeringsbanker til å presentere deres potensielle bidrag i børsnoteringen, samt betingelser. På grunnlag av investeringsbankenes presentasjon, samt selskapets tidligere inntrykk av investeringsbanken, dannes grunnlaget for utvelgelsen av hovedsamarbeidspartner. Den eller de investeringsbankene som blir tildelt oppdraget («lead tilrettelegger(e)») velger ofte å ha med

seg andre investeringsbanker for å håndtere børsnoteringsprosessen («co-lead tilrettelegger(e)»). Eksempelvis kan Investeringsbank A gi Investeringsbank B ansvaret for å håndtere privatinvestorer. Sammensetningen av investeringsbanker refereres til som et syndikat. I figur 2.4 vil syndikatet bestå av «lead tilrettelegger», «co-lead tilrettelegger(e)» og «book-runner(s)».



Figur 2.4: Prosjektgruppen

2.2.2 Forberedelser og analyser

Når prosjektgruppen er etablert starter de ulike aktørene med prosessene de er eksperter på. Juridisk rådgiver utfører en juridisk due diligence, hvor hovedformålet er å identifisere juridiske dokumenter og problemstillinger som kan være av betydning for selskapet og investorer. Juridisk rådgiver bistår også med rådgivning i forbindelse med transaksjonsstruktur, dokumentasjon, endring av selskapsform og andre kontraktliggende forhold.

Revisor utfører den revisjonsmessige due diligence, som består av kontroll av regnskaper, regnskapsprinsipper og analytisk kontroll av regnskapsmateriale. En sentral del av denne prosessen er utarbeidelsen av proforma resultat- og balanseregnskaper tilbake i tid, hvor konsistente regnskapsprinsipper og selskapsstrukturer er innarbeidet. Dette

tillater analytikere og investorer å gjøre mer robuste finansielle analyser basert på den historiske informasjonen.

Syndikatet av investeringsbanker har en sentral rolle i forberedelse- og analysefasen av børsnoteringsprosessen. De er ansvarlige for å utarbeide en verdsettelse av selskapets aksjer, presentasjonsmateriale og et noteringsprospekt. Prospektet skal godkjennes av Oslo Børs før det kan distribueres til interessenter senere i prosessen. Verdsettelsen av selskapet baseres på bruk av en rekke verdsettelsesmetoder og utføres av investeringsbankens analytikere. Analysen blir en sentral del av presentasjonsmaterialet til selskapet og investeringsbankene kommer med et indikativt prisintervall for selskapets aksjer ved notering.

2.2.3 Markedsføring og prissetting

Når investeringsbankene er ferdig med presentasjonsmateriale og analyser, tar representanter fra den ledende investeringsbanken med seg selskapets ledelse på et «roadshow»⁵, hvor de presenterer selskapet, transaksjonen og finansielle nøkkeltall. «Roadshowet» er i stor grad siktet mot institusjonelle investorer⁶. Selskapet markedsfører seg mot privatinvestorer ved mediedekning, utgivelse av prospekt og reklame av børsnoteringen. En vellykket markedsføring er essensiell for å skape et effektivt marked i salgsøyeblikket (Gretland, 1997).

Neupane & Poshakwale (2012) avdekker i sin studie av børsnoteringer i India at privatinvestorers deltakelse i stor grad avhenger av deltakelsen til institusjonelle investorer. Deres studie viser også at høyere deltakelse av privatinvestorer bidrar til en høyere tegningskurs i børsnoteringen.

Ved prissetting av selskapet har man i utgangspunktet to metoder: fast pris eller «book building». Fast pris metoden innebærer at tilretteleggerne av noteringen etablerer en pris uten og formelt utforske investorers syn på selskapets verdi (tilretteleggerne kan i forkant ha undersøkt investorers synspunkter på selskapets verdi uten å gjennomføre en bindende budprosess). Ved å etablere en fast pris uten at investorene avslører sin verdsettelse, vil økt prising føre til økt sannsynlighet for at emisjonen ikke blir fulltegnet

⁵Et «roadshow» er en presentasjon av selskapet som skal børsnoteres for potensielle investorer. Den er ment for å promotere og skape interesse for å sikre etterspørsel når selskapet skal noteres.

⁶Investorer som tegner aksjer for en verdi som er høyere enn minimumsbeløpet oppgitt i prospektet. Som oftest er investorer som tegner aksjer for over NOK 999 999 definert som institusjonelle investorer.

(Benveniste & Busaba, 1997). Siden kursen fastsettes tidlig i salgsperioden er det risiko for endringer i markedsforholdene i løpet av salgsperioden, derfor gjennomføres ofte fast pris emisjoner med rabatter på 15-25 % (Gretland, 1997). Man vil dermed ikke oppnå en effektiv markedspris i salgsøyeblikket.

En ulempe ved fast pris metoden er handelen i sekundærmarkedet. Metoden kan føre til overtegning på grunn av emisjonsrabatten. Dette fører til et stort salgpress i aksjen rett etter notering, fordi mange investorer vil selge seg ut for å sikre gevinsten forårsaket av emisjonsrabatten. Fast pris metoden har i de senere årene blitt mindre populær på grunn av de åpenbare ulempene og benyttes svært sjelden i børsnoteringer.

Ved bruk av «book building» metoden fastsettes den endelige prisen på tegningsaksjene i slutten av salgsperioden, etter at selskapet har blitt presentert til et bredt spekter av investorer på «roadshow». Allokering av tegningsaksjer gjøres samme kveld som prisfastsettelsen. Utfordringen for investeringsbankene ved anvendelse av book-building metoden er å skape «konkurranse» mellom investorene slik at man oppnår et salgsøyeblikk med tilnærmet markedsprising. Dette innebærer at investeringsbanken må ha nok investorer på kjøpersiden, slik at tegningskursen i noteringen ikke inneholder noen likviditetsrabatter og lignende. Dersom investeringsbanken har tilstrekkelig interesse for noteringen vil tegningskursen være tilnærmet markedsprisen i salgsøyeblikket, som fører til den mest korrekte prisingen av tegningsaksjene.

I «book building» metoden gjør syndikatet en testmarkedsføring hvor investorer gir ikke-bindende indikasjoner på deres interesse for selskapet. Sammen med syndikatets interne verdsettelse av selskapet gir dette en god hjelp til å sette det indikative prisintervallet som blir publisert i prospektet, og brukt til å hente inn bud for å «bygge boka» (Jenkinson & Jones, 2002). Syndikatet tildeler aksjer til investorene basert på kvaliteten til investorene, troverdighet og hvorvidt investorene har for vane å tegne seg i andre børsnoteringer. Fordelen ved «book building» metoden er at investorene er tvunget til å avsløre sin identitet og betalingsvilje. På den måten kan syndikatet gjøre tildeling av aksjer på diskresjonær basis (Jenkinson & Jones, 2002). Ulempen ved «book building» metoden er risikoen for at enkelte investorer gir uærlige tilbakemeldinger om betalingsvilje, når de vet at deres synspunkt spiller inn på fastsettelsen av det indikative prisintervallet. Syndikatet adresserer dette problemet ved å gi troverdige investorer bedre allokering av tegningsaksjer. Cornelli & Goldreich (2001) fant i sin studie at investorer som ofte tegner seg i børsnoteringer ble favorisert av inves-

teringsbankene. Videre fant Cornelli & Goldreich (2001) at tegningskursene ofte ble satt nær ordrene fra store høykvalitetsinvestorer. Hanley (1993) fant også at troverdig opptreden fra investorer er belønnet med en høyere tildeling av aksjer i børsnoteringer. «Book building» modellen er den beste modellen for å skape et effektivt marked i salgsøyeblikket og er den mest anvendte prisingsmodellen i børsnoteringer (Jenkinson & Ljungqvist, 2001). Utenfor USA og Canada brukes den på tilnærmet 80 % av alle børsnoteringer (Ljungqvist, et al. 2003).

I børsnoteringsprosessen må syndikatet foreta beslutninger rundt «lock-up» avtaler for hovedaksjonærer og en eventuell overtildelingsopsjon (ofte referert til som «green shoe») for å stabilisere aksjekursen etter notering. Overtildelingsopsjonen gir syndikatet mulighet til å selge 15 % flere tegningsaksjer (Berk & DeMarzo, 2011). Dersom børsnoteringen er en suksess aksjekursmessig, utøver syndikatet opsjonen og dekker inn de 15 % ekstra solgte aksjene til samme kurs som de blir solgt for. Dersom børsnoteringen ikke er en suksess aksjekursmessig, kan syndikatet kjøpe aksjer tilsvarende overtildelingen i markedet etter notering for å støtte aksjekursen (Berk & DeMarzo, 2011).

2.2.4 Notering

Når syndikatet er ferdige med å «bygge boka» er selskapet klart for notering på børsen. Dette gjøres gjerne så raskt som mulig etter at bokbyggingsprosessen er ferdig, for å skape likviditet i aksjen. Selskapet får tildelt en «ticker»⁷ og ledelsen markerer milepælen ved å ringe i børsbjella ved åpning den første dagen aksjen handles på børsen.

2.2.5 Sekundærmarkedet

Børsnoteringen fører til at selskapet må forholde seg til en rekke nye regler når det kommer til kommunikasjon med markedet. Målsetningen til selskapet er å skape tillit i markedet ved å holde «det de lover» og formidle både positive og negative nyheter raskt og effektivt til alle investorer samtidig (Gretland, 1997). Sentrale elementer knyttet til dette er:

⁷En ticker er et unikt symbol for å identifisere en aksje som er notert på børs. (Eksempel: STL er Statoil sin ticker på Oslo Børs).

- Meldinger om større kontrakter og nyheter
- Presentasjon av regnskapstall for analytikere og investorer
- Dedikert investorkontakt
- Resultatvarsel ved store avvik fra forventet- og signalisert utvikling
- Aktivt arbeid for å oppnå ønsket aksjonærstruktur

Effektiv kommunikasjon med markedet, god dokumentasjon og en nøye planlagt prosess er stikkord for en god gjennomføring av en børsnotering. Å skape et effektivt marked i salgsøyeblikket og sekundærmarkedet er viktig for en effektiv og riktig prising av selskapet. Når noteringen er gjennomført har syndikatet, ved «lead tilrettelegger» som oppgave å stabilisere aksjekursen. Dette gjøres ved den nevnte overtildelingsopsjonen. Denne perioden varer typisk i 30 dager etter notering. Hvordan børsnoteringsprosessen håndteres påvirker både verdivurdering og prisfastsettelse ved notering og i sekundærmarkedet (Gretland, 1997).

Field & Lowry (2009) fant i sin studie at privatinvestorer oppnår lavere avkastning enn institusjonelle investorer i børsnoteringer. De mener dette i hovedsak skyldes at institusjonelle investorer er bedre til å analysere og tolke offentlig tilgjengelig informasjon. Fra 1984 til 2006 ga børsnoteringer i gjennomsnitt 9 % avkastning første handelsdag i Norge (Berk & DeMarzo, 2015). Dette skyldes at tilretteleggerne av børsnoteringen ofte underpriser aksjen for å skape en positiv avkastning første dagen. Dette sikrer at tilretteleggerne fyller ordrebøkene og fulltegner noteringen, samtidig som investorene får en billig inngang. Underprisingen fører til at eierne av selskapet før notering selger selskapet for en lavere pris enn de kunne oppnådd i sekundærmarkedet. I mange tilfeller er dette ønskelig fordi det gir aksjekursen positivt momentum fra første dag. Dette kan gi en god kursutvikling sånn at eierne av selskapet før notering, kan selge ut flere aksjer på en høyere kurs senere.

Privatinvestorer står ovenfor en rekke investeringsmuligheter. Døskeland (2014) skiller mellom sikker investering (bankinnskudd), obligasjoner eller aksjer. Bankinnskudd gir den laveste, men også sikreste avkastningen. Obligasjoner gir en høyere avkastning fordi det innebærer risiko å låne ut pengene, dette gir opphav til en terminpremie. Aksjer er mest risikofylt og gir den høyeste forventede avkastningen på lang sikt gjennom aksjepremien (Døskeland, 2014).

2.3 Insentivordninger

Ved forberedelser, analyser og utarbeidelse av prospektet er en eventuell insentivordning rettet mot privatinvestorer med i vurderingen. Hovedformålet med en insentivordning er ofte å nå noteringskravet på 500 aksjonærer, men mange selskaper ser også på det som et ledd i markedsføringen. Gjennom å tiltrekke seg flere privatinvestorer ønsker man å gjøre merkevaren og selskapet sitt mer kjent. Tidligere statlige selskapers hovedmotivasjon er å øke privatpersoners deltagelse i aksjemarkedet. På Oslo Børs har man de siste årene i hovedsak sett to former for insentivordninger; kontantrabatt og bonusaksjer.

2.3.1 Kontantrabatt

Kontantrabatt er den mest anvendte insentivordningen de siste årene. I 21 av 43 børsnoteringer siden 2011 har det vært kontantrabatt. Kontantrabatten gis uavhengig av tegningssum til investorer definert som privatinvestorer, som gjerne befinner seg i intervallet NOK 10 500 til NOK 999 999. Rabatten er som regel NOK 1 500, men i enkelte tilfeller NOK 1 000. Enkelte selskaper gir en lignende rabatt til sine ansatte i et eget tilbud, selv om de ikke har kontantrabatt rettet mot privatinvestorer.

Kontantrabatten har vært gjenstand for kritikk fra institusjonelle investorer med utgangspunkt i at alle skal betale det samme for en aksje. Eierne av de børsnoterende selskapene ønsker også å redusere bruken av kontantrabatten. Man har sett eksempler på noteringer hvor man kun har tildelt tilstrekkelig antall aksjer for å nå noteringskravet, selv om flere har tegnet seg for aksjer hos tilretteleggerne. Dette skyldes at eierne av selskapet ikke vil gi flere enn nødvendig kontantrabatt, grunnet kostnaden forbundet ved kontantrabatten.

Kontantrabatten ble svært ofte benyttet ved noteringer i 2013 og 2014, før bruken ble kraftig redusert i 2015. Flere «investment bankers» vi har vært i kontakt med sier de anbefaler å benytte andre insentivordninger fremfor kontantrabatt. Rasjonale bak denne anbefalingen er å unngå at mange privatinvestorer kun tegner aksjer i noteringen for å få kontantrabatt, også selge seg ut. Dette studerer vi nærmere i hypotese 3. Figur 2.5 viser alle selskapene som har benyttet kontantrabatt ved notering fra 2011 til i dag.



Figur 2.5: Selskaper som anvendte kontantrabatt ved børsnotering (2011 til idag)

2.3.2 Bonusaksjer

Bonusaksjer er en insentivordning som forekommer svært sjelden. Det er kun foretatt en børsnotering fra 2011 frem til i dag hvor det har vært anvendt bonusaksjer. Dette var i staten sin privatisering av Entra. Selskapet tilbød en ny aksje for hver 15 aksje en privatinvestor hadde kjøpt i noteringen og fortsatt beholdt etter ett år. Bonusaksjeordningen var ment å stimulere privatpersoner til å investere i aksjen på lang sikt. Bonusaksjer har også blitt anvendt før 2011. Gjensidige hadde en bonusaksjeordning som innebar at man mottok to nye aksjer for hver 10.aksje man fortsatt beholdt to år etter noteringen. Hovedforskjellen på bonusaksjer og kontantrabatt er at man ved anvendelse av bonusaksjer ikke mottar noen umiddelbar og kortsiktig gevinst. Bonusaksjer fordrer at man holder tegningsaksjene for en gitt periode.

2.4 Noteringskrav Oslo Børs

I denne delen vil vi gi en kort oversikt over hovedmomentene i kravene Oslo Børs setter for notering. Som utgangspunkt kan aksjer utstedt av allmenne aksjeselskaper (ASA), eller tilsvarende utenlandske selskaper, bli notert dersom aksjene «antas å ha allmenn interesse og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning». Ved avgjørelsen skal det også legges vekt på selskapets økonomi og andre forhold av betydning om aksjene er egnet til børsnotering (Oslo Børs, 2015).

I tillegg til den generelle formuleringen setter Oslo Børs en rekke formelle krav som må være oppfylt for å bli notert (Oslo Børs, 2015):

- Minimum 25 % (av aksjekapitalen) spredt på allmennheten
- Minimum 500 aksjonærer (med en aksjeholdning verdt mer enn NOK 10 000)
- Minimum NOK 300 millioner i markedsverdi
- NOK 10 i minstepris per aksje
- Due diligence og utarbeidelse av noteringsprospekt
- 3 års historikk og virksomhet (Kan dispenseres)

Oslo Børs setter ingen krav til positivt driftsresultat, men krever at selskapet har finansiell likviditet til 12 måneders drift. Videre setter de også en rekke krav til ledelse, styre, revisor og lignende. Eksempelvis må selskapet ikke ha noen forbehold i siste års revisjonsberetning. Selskapet som søker notering vil også måtte følge Oslo Børs løpende regler knyttet til kvartalsrapportering og konfidensialitet.

2.5 Atferdsteori

Privatinvestorers kjøp og salg av aksjer er ikke alltid rasjonelle. En studie av Barber & Odean (2005) bekrefter at både private og institusjonelle investorer kjøper aksjer som har hatt positiv omtale i nyhetene. Det er enkelte trekk ved hvordan informasjonen blir fremlagt i informasjonskilder som fører til innflytelse ved et valg, slik at påfølgende beslutning blir biased (Hens & Bachmann, 2008).

En typisk bias ved børsnoteringer er «availability bias». Den demonstrerer hvordan man tar avgjørelser basert på hvor lett man husker tidligere tilfeller. Biasen fører til systematiske feilvurderinger ved sannsynlighetsutregning og avgjørelser (Hens & Bachmann, 2008). Eksempel; Mange privatinvestorer vil tro det er mer sannsynlig at aksjemarkedet krakker i løpet av neste år, enn obligasjonsmarkedet. Dette er fordi aksjemarkedet i større grad er i medias søkelys, og vi har opplevd et aksjekrakk senest i 2008. Det betyr ikke nødvendigvis at dette er mest sannsynlig.

På samme måte kan privatinvestorer bli påvirket til å tegne aksjer i en børsnotering. Selskapet som skal børsnoteres kan ha vært i media, eller på annen måte markedsført

seg mot privatinvestorer før de gikk på børs. Dette gjør at privatinvestoren kjenner igjen selskapet når de noteres på børs, og kan påvirke beslutningen om de tegner aksjer i selskapet. Videre fører biasen til at privatinvestorer overreagerer ved ny informasjon i markedet. Typisk ser man tendenser til at man kjøper eller selger en aksje som nylig har gitt god eller dårlig informasjon til markedet.

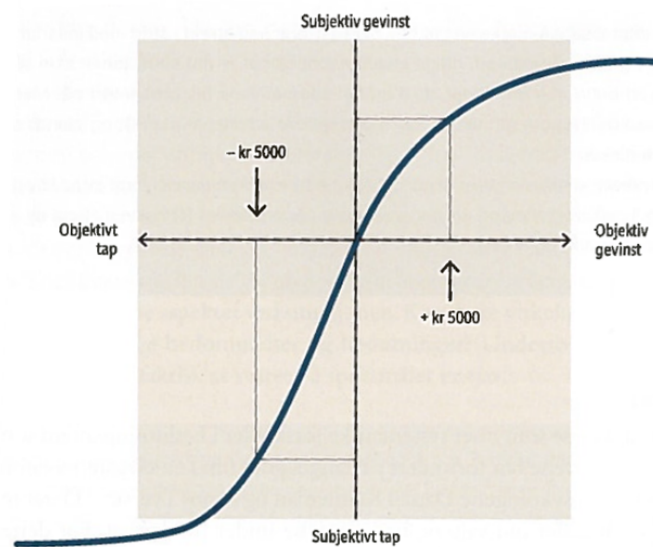
Andre effekter som påvirker våre beslutninger ved kjøp og salg av aksjer, er «disposition effect». Den påvirker privatinvestorer til å beholde aksjer som taper seg i verdi, og selger aksjer som stiger i verdi. Dette er empirisk støttet av Odean (1998). Dette er en irrasjonell form for investering. Privatinvestoren tenker ikke langsiktig på investeringen, men heller «baklengs» og ser på avkastingen investeringen har gitt (Hens & Bachmann, 2008). Man rettferdiggjør dermed avgjørelsen om kjøp eller salg på feil premisser og tenker ikke på hva som er best på sikt.

Videre påvirkes mange privatinvestorer av hva investeringen kostet og hensyntar dette når de tar en investeringsavgjørelse. Problemet er at investeringskostnaden er irrelevant. Dette omtales som «sunk cost». Beslutningen burde tas med hensyn til hva som er nåverdien. Fremtidig inntekt i dag er ikke nødvendigvis lik fremtidig inntekt om ett år. Dette gjør at en aksjekurs vil svinge i verdi. Allikevel er det vanskelig å selge en aksje som har sunket i verdi med dårligere framtidsutsikter. Mange velger derfor å tenke irrasjonelt og blir påvirket av kostnaden ved investeringen. Typisk sammenligner man nåverdien av aksjen mot hva den kostet. Dette kan føre til at man velger og ikke selge seg ut, og blir sittende med en fundamentalt dårlig aksje. En av årsakene til at privatinvestorer «lider» av «sunk cost», er at man ikke er villig til å innrømme feilaktige avgjørelser.

En annen bias som er typisk på børsen, er «overconfidence». Dette er en overdreven evne til å tro man er bedre enn andre. Privatinvestorer vil dermed overestimere deres evne til å plukke vinneraksjer. Med andre ord tror privatinvestorer at de er bedre enn resten av markedet til å verdsette aksjer. Konsekvensen er at man begynner å spekulere i aksjer som kan gi negativ avkastning, og tar høyere risiko enn hva man ellers ville ha gjort.

Videre påvirkes privatinvestorers adferd av følelser. Følelsene påvirker privatinvestorene til å foreta irrasjonelle og impulsive valg. De to mest vanlige følelsene ved finansmarkedet er frykt og grådighet (Ackert & Deaves, 2010). Typisk er privatinvestorer mer

tilbøyelig til å ta høyere risiko etter at man har tjent penger. Man kan dermed bli villig til å investere mer penger i markedet hvis man har fortjeneste på sine første investeringer. Samtidig kan tap i markedet påvirke privatinvestorer til å ikke investere på børsen, og aldri investere igjen i markedet. En av teoriene som bekrefter privatinvestorers påvirkning av følelser er prospektteorien, utviklet av Tversky og Kahneman (1992). Teorien bygger på at man ikke nødvendigvis starter i et gitt nullpunkt, men fra et vilkårlig punkt som kan variere avhengig av situasjon.



Figur 2.6: Prospektteori

Som vi ser av figur 2.6 er den individuelle opplevelsen ved en gevinst eller tap høy for små verdier, og mindre for større verdier. Den marginale gevinsten fra NOK 4 000 til NOK 5 000 vil med andre ord gi en høyere tilfredshet, enn en gevinst fra NOK 80 000 til NOK 81 000. Videre er funksjonen brattere ved negative verdier enn for positive verdier (Kaufmann & Kaufmann, 2015). Det betyr at en følelse assosiert ved et tap er sterkere enn ved en tilsvarende følelse assosiert ved en lik gevinst. Som figur 2.6 skisserer gjør det mer «vondt» å tape NOK 5 000, enn å vinne NOK 5 000 (Kaufmann & Kaufmann, 2015).

Kapittel 3

Hypoteseutvikling

I dette kapitlet ønsker vi å motivere og forklare de teoretiske resonnementene bak våre hypoteser.

- *Hypotese 1: Privatinvestorer som tegner aksjer i børsnoteringer selger seg ut etter notering.*

Vi søker med denne hypotesen å se på hvorvidt privatinvestor holder tegningsaksjene etter notering eller ikke. Vi forventer å se at privatinvestorene selger tegningsaksjene fordi ny informasjon, markedsutsikter og regnskapstall blir fortløpende tilgjengelig og privatinvestorene endrer derfor sin tro på aksjens fremtid. Videre er det empirisk bevist at selskaper ofte er underpriset når de noteres på børs og stiger med 9 % i Norge på noteringsdagen (Berk & DeMarzo, 2015). Privatinvestorer kan dermed tenkes å spekulere i børsnoteringer for å utnytte denne underprisingen ved å selge seg ut kort tid etter noteringen. I tillegg vet vi at privatinvestorer ikke alltid tenker rasjonelt, og kan bli påvirket til kjøp og salg av aksjer når selskapet rapporterer nyheter. Det er dermed nærliggende å tro at privatinvestorer vil bli påvirket til å selge seg ut av tegningsaksjene sine på et tidspunkt.

- *Hypotese 2: Privatinvestorer selger seg raskt ut av børsnoteringer.*

Denne hypotesen bygger videre på hypotese 1, hvor vi påstod at privatinvestorer selger seg ut av børsnoteringer. Vi forventer å se at de selger seg raskt ut fordi vi tror mange privatinvestorer spekulerer kortsiktig i børsnoteringer på grunn av de empiriske bevisene på underprising. Videre vil ny informasjon, markedsutsikter og regnskapstall bli fortløpende tilgjengelig i tiden etter noteringen, som kan føre til endrede fremtidsutsikter for aksjen.

- *Hypotese 3: Privatinvestorer som tegner aksjer i børsnoteringer selger sine aksjer raskere i børsnoteringer med kontantrabatt enn børsnoteringer uten kontantrabatt.*

Denne hypotesen har sitt utgangspunkt i prospektteori og «disposition effect». Privatinvestorer kan bli påvirket til å sikre gevinst ved å selge vinneraksjer. Dersom privatinvestorer allerede har en gevinst på grunn av kontantrabatten, vil de bli mer risikoaverse og sannsynligheten for at de selger tegningsaksjene øker. Vi søker med denne hypotesen å utrede hvorvidt dette er tilfellet med kontantrabatterte privatinvestorer eller ikke.

- *Hypotese 4: Kontantrabatten har ingen langsiktige effekter på privatinvestorers atferd.*

Denne hypotesen er utviklet med utgangspunkt i hypotese 3, teorien om «overconfidence» og at aksjer gir bedre avkastning enn andre aktivaklasser. Siden vi i hypotese 3 antar at privatinvestorer som tegner aksjer i børsnoteringer selger sine aksjer raskere i børsnoteringer med kontantrabatt. Er det nærliggende å tro at gjenværende kontantrabatterte privatinvestorer på lengre sikt har lik atferd som andre privatinvestorer. Videre kan privatinvestorers langsiktighet i aksjer skyldes overdreven tro på aksjene de kjøper og fordi forventet avkastningen i aksjer er høyere enn andre aktivaklasser. Vi forventer derfor ikke å observere forskjellig atferd hos privatinvestorer med og uten kontantrabatt på lengre sikt.

- *Hypotese 5: Børsnoterende selskap har mindre enn 500 aksjonærer etter notering.*

Vi har utviklet denne hypotesen med på bakgrunn av Oslo Børs noteringskrav på 500 aksjonærer ved notering¹. Dersom hypotese 3 stemmer er det nærliggende å tro at børsnoterende selskaper med kontantrabatt ikke har tilstrekkelig antall aksjonærer i tiden etter noteringen fordi mange privatinvestorer har solgt aksjene sine. Dette kan føre til at selskapet har for få aksjonærer i forhold til noteringskravet etter notering. Dersom denne hypotesen holder, vil man kunne argumentere for at noteringskravet på 500 aksjonærer i praksis har liten betydning, fordi selskapene oppfyller kravet kun ved notering ved å «kjøpe» tilstrekkelig antall aksjonærer.

¹Noteringskravet gjelder kun ved notering og ikke i tiden etter notering. Et selskap kan derfor ha 500 aksjonærer ved notering, men for eksempel 400 i ettertid og dermed oppfylle kravet.

Kapittel 4

Metode

I dette kapittelet vil vi beskrive hvor og hvordan vi samlet inn datagrunnlaget, samt hvordan analysene ble gjennomført. Ettersom det er skrevet svært lite om kontantrabatten og dens effekter, oppstod det ved enkelte anledninger noen utfordringer. Vi har derfor tatt noen forutsetninger og tilnærminger, som vi vil beskrive nærmere.

4.1 Identifisering av relevante noteringer

Oslo Børs viser alle noteringer foretatt på Oslo Børs og Oslo Axess på sine hjemmesider. I løpet av det siste tiåret har et stort antall børsnoteringer blitt gjennomført på Oslo Børs. Unntaket er i 2009 hvor det ikke ble foretatt noen noteringer på Oslo Børs, grunnet finanskrisen i 2008. Det ble dog gjennomført 3 noteringer på Oslo Axess i 2009.

Med tiden mener Henry & Gregoriou (2013) det har blitt større fokus og mer detaljerte gjennomganger av selskaper som noteres av investorer og kontrollenheter. Konsekvensen av dette er at børsnoteringsprosessen har blitt lengre og mer krevende. Henry & Gregoriou (2013) argumenterer også for at selskaper som noteres etter finanskrisen har høyere inntekter enn selskaper som ble notert før finanskrisen. Forskjellen i noteringer etter finanskrisen er også støttet av Fauzi, et al (2012), som mener finanskrisen har gitt negativ effekt på den kortsiktige avkastingen ved en notering. Ellingsen (2012) kan også bekrefte denne tendensen for det norske markedet, da hun har funnet at selskaper notert før finanskrisen hadde høyere avkastning enn etter finanskrisen.

Siden hovedfokuset i denne utredningen er å analysere privatinvestorers atferd og effektene av kontantrabatten i børsnoteringer, kan den fundamentale forskjellen i de avhengige variablene (antall investorer som selger seg ut etter notering) resultere i en bias og misledende resultater ved å sammenligne selskaper notert før og etter finanskrisen. Videre har anvendelsen av kontantrabatt økt de siste årene. Vi har derfor bestemt

oss for å fokusere på noteringer foretatt på Oslo Børs fra 2011 til i dag. Totalt er det 43 noteringer på Oslo Børs i denne tidsperioden. Se del 2 i appendiks for detaljert oversikt over alle noteringer fra 2011 til i dag.

7 av disse 43 børsnoteringene på Oslo Børs dreier seg om overføringer fra Oslo Axess til Oslo Børs. 3 av de 43 selskapene som ble notert har foretatt en ny notering av et fusjonert selskap. Børsnoteringer som faller innen disse to særtilfellene er sett bort fra, fordi de ikke ligner en typisk børsnotering i sin natur.

4.2 Datagrunnlaget

For å teste de definerte hypotesene, ønsket vi å benytte aksjonærlistene fra selskapene som har blitt børsnotert i den aktuelle perioden. Aksjonærlistene gir det beste og mest presise datagrunnlaget for å besvare problemstillingene. I utgangspunktet ønsket vi å hente inn aksjonærlistene fra selskapene på noteringsdagen, samt følgende perioder etter noteringsdagen: 1 uke, 2 uker, 1 måned, 3 måneder, 6 måneder, 1 år og 2 år.

Ved å kontakte alle selskapene som har blitt notert på Oslo Børs fra 2011 til i dag, var det fem selskaper som stilte seg positive til å utlevere aksjonærlistene med forbehold at de kun ble brukt for forskning. Fire av selskapene hadde kontrantrabatt ved notering. Det siste selskapet ble notert uten insentivordning. Ideelt sett skulle vi hatt flere selskaper med og spesielt uten kontrantrabatt i datagrunnlaget. Et større datagrunnlag ville ha gitt oss mer robuste resultater og normalisert effektene av en stigende- og fallende aksjekurs etter en notering.

Innhentet datagrunnlag (utvalget) kan sees på som tilfeldig trukket fra en populasjon fordi alle selskapene som ble notert fra 2011 til i dag ble kontaktet, hvorav fem selskaper valgte å gi oss aksjonærlistene. Aksjonærlistene inneholder dato, navn, adresse og beholdning av aksjer i det aktuelle selskapet. Siden noen av selskapene ikke hadde aksjonærlistene for den eksakte noteringsdagen, anvendte vi den tidligste aksjonærlisten vi fikk tildelt som en tilnærming. Videre var det svært vanskelig å få tildelt aksjonærlistene for de ønskede periodene etter noteringsdagen. Hvert selskap hadde sine egne tilfeldige datoer for når de hadde trukket ut aksjonærlisten. Datagrunnlaget vårt består dermed av aksjonærlistene fra forskjellige tidspunkter etter notering. Tidspunktene samstemmer ikke eksakt på tvers av selskapene. Dette har gjort det vanskeligere å sammenligne

selskapene med hverandre. I tabell 4.1 er en oversikt over tidspunkter vi har i vårt datagrunnlag. Etter ønske om konfidensialitet fra selskapene er de anonymisert og gitt tilfeldige navn. Vi omtaler tidsperioder relativt til noteringsdatoen og oppgir kun noteringsår for å holde selskapene anonyme.

Selskap	Noteringsår	Noteringsliste*	Aksjonærlistes*						
Med kontantrabatt									
AlphaCo	2013	0	7	14	31	91	182	364	676
BetaCo	2015	1	3	17	28	67	85	99	144 177
DeltaCo	2013	6	77	211	229	499	593	727	
EtaCo	2014	7	19	28	90	180	365		
Uten kontantrabatt									
GammaCo	2012	16	34	108	190	381	746		
* Dager etter notering									

* Dager etter notering

Tabell 4.1: Tidspunkter for aksjonærlistes i datagrunnlaget

Tabell 4.2 oppsummerer de mest sentrale kjennetegnene til selskapene i vårt datagrunnlag. MarketCap¹ og omsetning er hentet fra selskapenes resultatpresentasjoner i noteringsåret, mens industri beta (Damodaran, 2015) er fra desember 2015.

Selskap	Noteringsår	Bransje	Etablert	Omsetning	Industri Beta	MarketCap
Med kontantrabatt						
AlphaCo	2013	Shipping	1999	≈ 7 mrd	1,36	≈ 1,7 mrd
BetaCo	2015	Shipping	1968	≈ 2,5 mrd	1,36	≈ 2 mrd
DeltaCo	2013	Hardware (Data)	2000	≈ 100 mill	1,21	≈ 0,5 mrd
EtaCo	2014	Fornybar Energi	2007	≈ 500 mill	1,32	≈ 1,8 mrd
Uten kontantrabatt						
GammaCo	2012	Eiendom	1948	≈ 3 mrd	1,02	≈ 1,8 mrd i NOK

Tabell 4.2: Kjennetegn ved selskapene i datagrunnlaget

¹Markedsverdien av egenkapitalen.

4.3 Modellering av data

Hypotese 1

I dette avsnittet ønsker vi å belyse hvordan vi utredet hvor mange privatinvestorer som fortsatt holdt aksjer i selskapene på gitte tidspunkter etter noteringsdagen. Følgende spørsmål måtte dermed besvares for å kunne belyse hypotese 1; definere en privatinvestor, definere når en privatinvestor hadde solgt sin eierandel og hvordan vi skulle gjenkjenne privatinvestorene ved de ulike tidspunktene.

Ved utlevering av aksjonærlistene til selskapene var alle aksjonærer i selskapet oppgitt. For å kunne identifisere privatinvestorer måtte vi skille mellom privat- og institusjonelle investorer. For å bli definert som privatinvestor må man tegne aksjer i det offentlige tilbudet, og innen det gitte intervallet angitt i prospektet. Siden dette intervallet varierer mellom selskapene i datagrunnlaget, gikk vi igjennom noteringsprospektene til selskapene vi hadde fått tildelt aksjonærlistene fra. Vi skilte dermed mellom privat- og institusjonelle investorer på bakgrunn av hva hvert enkelt selskap definerte som privatinvestorer i sitt noteringsprospekt. Et utdrag fra et prospekt finnes i appendiks del 3.

For å observere når en privatinvestor hadde solgt sin eierandel over de ulike tidsperiodene, måtte vi gjøre enkelte forutsetninger. Vi valgte utelukkende å sammenligne om privatinvestorene fortsatt eide aksjer i selskapet eller ikke. Det ble med andre ord ikke tatt hensyn til om privatinvestorene selger deler av sin beholdning. Dog var det enkelte tilfeller vi registrerte at privatinvestorer hadde prøvd å selge seg helt ut av selskapet, men hvor de fortsatt eide noen få aksjer i selskapet. Vi tok dermed en skjønnsmessig vurdering av hvert tilfelle om vedkommende hadde prøvd å selge seg ut av selskapet eller ikke. Den skjønnsmessige vurderingen ble basert på følgende tre kriterier:

- Antall aksjer privatinvestoren holdt i selskapet
- Aksjekursen til selskapet
- Hvor lenge de holdt lavt antall aksjer

Basert på disse kriteriene kunne vi ta en vurdering om privatinvestoren så lite nytte av å selge de resterende aksjene i selskapet, grunnet transaksjonskostnadene ved å selge

aksjene. Vi måtte dermed ta en vurdering av hvor liten beholdingsverdien var, og om det var en aksjepost som hadde vært lik over flere tidsperioder. Vi anså aksjeposten som forsøkt solgt hvis det ikke hadde vært gjort flere kjøps- eller salgstransaksjoner på over ett år.

Ved utregning av gjenværende privatinvestorer i tiden etter notering, brukte vi fornavn og etternavn til aksjonærene i selskapet. Vi vurderte dette som beste estimat da personnummer ikke var tilgjengelig. Vi konkluderte med at adresse og poststed ikke kunne gi like god prediksjon på om vedkommende hadde solgt seg ute eller ikke, grunnet flytting og adresseendring.

Hypotese 2

For å se skille mellom kortsiktige og langsiktige privatinvestorer definerte vi et tidspunkt for å skille mellom kort- og lang sikt. Vi definerte tidspunktet som 90 dager etter notering. Dette gir privatinvestorene 90 dager til å selge seg ut av investeringen, før de blir ansett som langsiktige investorer. 90 dager anser vi for å være et egnet skille med tanke på at det er relativt kort tid, men gir allikevel privatinvestorene tid til å agere på ny informasjon.

Vi beregnet den kortsiktige perioden, ved å regne ut prosentandelen av hvor mange gjenværende aksjonærer det var igjen fra noteringsdagen for de ulike tidsperiodene. For den lengre tidsperioden, regnet vi ut gjenværende privatinvestorer som fortsatt eide aksjer etter 90 dager for de ulike tidsperiodene.

Hypotese 3

Det er kun norske privatinvestorer, herunder både privatpersoner og juridiske personer som kan bli tildelt kontantrabatten. For å kunne skille mellom investorer som fikk tildelt kontantrabatt og de som ikke fikk kontantrabatt, har vi definert alle privatinvestorer som var med i noteringene fra selskaper som gav kontantrabatt, som kontantrabatterte privatinvestorer.

Hypotese 4

I denne hypotesen, brukte vi samme fremgangsmetode som under hypotese 2 og 3. Vi definerte alle privatinvestorer som var med i noteringene med kontantrabatt, som kontantrabatterte privatinvestorer.

Hypotese 5

Ved notering på Oslo Børs er det et formelt krav at det er minimum 500 aksjonærer i selskapet. For å kunne fastslå hvor mange aksjonærer det var til en hver tid i selskapet, summerte vi antall aksjonærer i hver aksjonærliste og fant dermed den historiske utviklingen. På den måten kan vi se trenden i aksjonærstrukturen over tid for de ulike selskapene, og se etter likhetstrekk.

Det vi ikke tar hensyn til er markedsutviklingen generelt. Det kunne vært interessant å se effekten av både kortsiktig- og langsiktig markedsutvikling. Det er nærliggende å tro at hvis markedet opplever nedgang over en lengre tid, vil privatinvestorer selge seg ut av markedet. Som et resultat ville det vært færre antall aksjonærer og selskapene kunne risikert å ha færre enn 500 aksjonærer, noe som ville svekket aksjonærstrukturen.

Kapittel 5

Resultater og analyse

I dette kapitlet presenterer vi resultatene og analysene av hypotesene vi formulerte i innledningen. Resultatene presenteres i stor grad ved bruk av grafer og del konkluderes under hver hypotese. Den samlede konklusjonen presenteres i kapittel 6. En detaljert databeskrivelse for hvert selskap er lagt ved i del 1 i appendiks.

I figurene som presenteres i dette kapitlet har vi definert andel gjenværende privatinvestorer, Y_t (y-aksen i figurene), som:

$$Y_t = \frac{X_t}{X_0} \quad (5.1)$$

hvor;

X_t = Antall gjenværende privatinvestorer fra noteringen på tidspunkt t

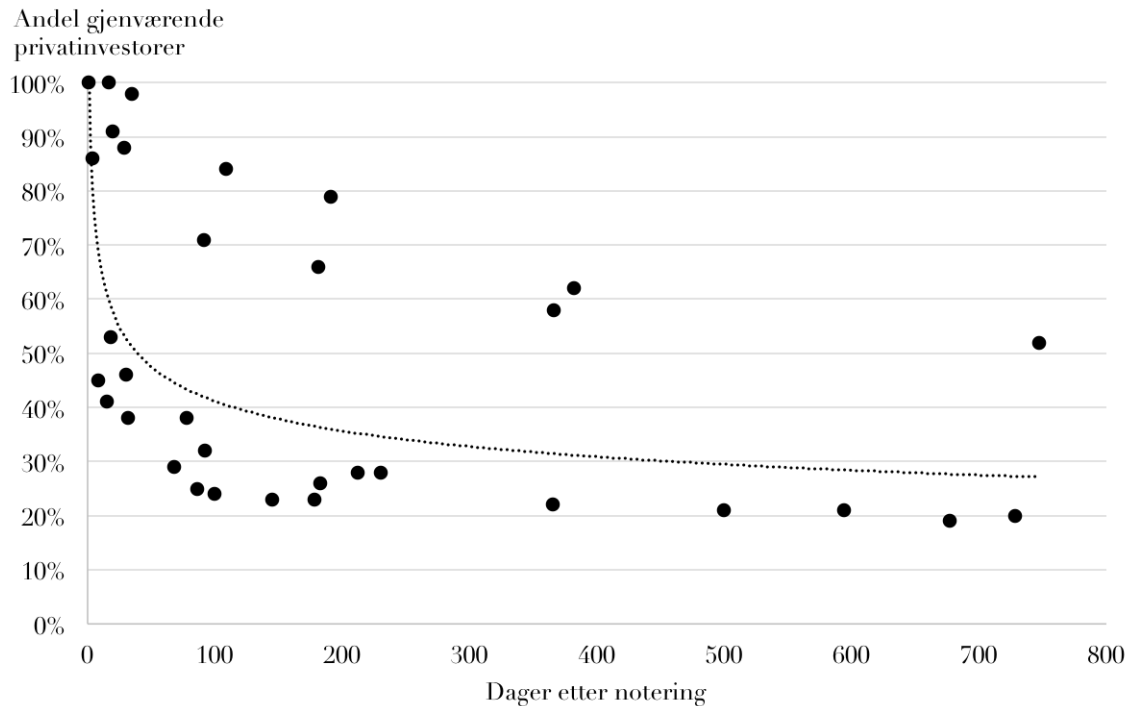
X_0 = Antall privatinvestorer ved notering

Et selskap som noteres med 1000 privatinvestorer ($X_0=1000$) og hvor 600 ($X_t=600$) av privatinvestorene fortsatt holder tegningsaksjene etter 75 dager, vil ha en andel gjenværende privatinvestorer på 60 % ($Y_{75}=60$ %).

X-aksen i figurene representerer dager etter notering, t .

5.1 Hypotese 1

Privatinvestorer som tegner aksjer i børsnoteringer selger seg ut etter notering.



Figur 5.1: Resultater hypotese 1

Resultatene viser at privatinvestorer som tegner aksjer ved en notering, selger seg ut i tiden etter noteringen.

Datapunktene i figur 5.1 viser hvor mange prosent av de gjenværende privatinvestorene som deltok i børsnoteringen og som fortsatt eier aksjer i selskapet etter x antall dager. Vi besitter ett godt datagrunnlag med mange observasjoner i perioden innen 200 dager etter notering.

Som vi ser av figur 5.1 ligger datapunktene under 100 %. Trendkurven er fallende og viser at mange privatinvestorer som tegnet aksjer i noteringene solgte seg ut. Datapunktene ligger spredt og variasjonen fra notering til notering er stor, noe som delvis skyldes kontantrabatten. Dette kommer vi tilbake til i hypotese 3.

Resultatet tilsier at privatinvestorer som tegner aksjer i en notering, selger tegningsaksjene i tiden etter notering. Vi kan dermed konkludere med at privatinvestorer endrer

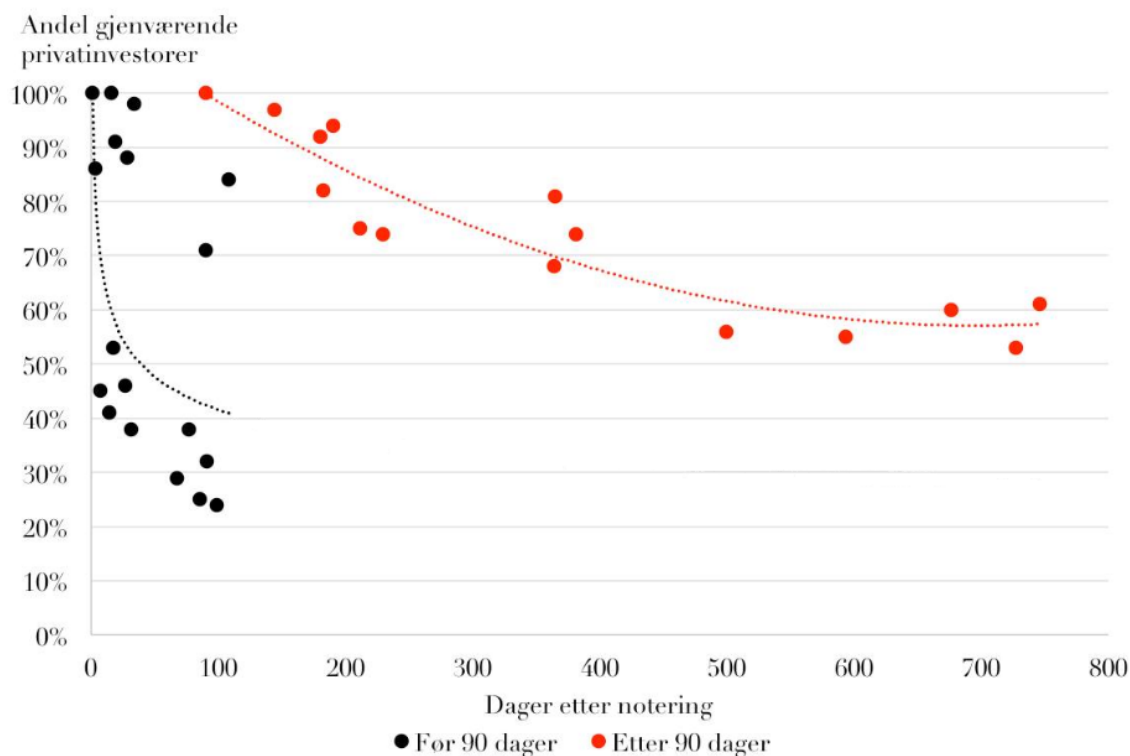
sin tro på aksjen etter en notering. Dette kan skyldes at privatinvestorer tenker irrasjonelt når ny informasjon, markedsutsikter og regnskapstall blir tilgjengelige. Eksempelvis kan negativ omtale av selskapet føre til at privatinvestorer selger seg ut.

Videre ser vi av trendkurven at den er bratt fallende de første dagene etter notering. Dette kan skyldes at mange privatinvestorer har tegnet aksjer med hensikt å selge seg raskt ut etter notering, for å hente ut en eventuell underprising av det børsnoterende selskapet. Dette studerer vi nærmere i hypotese 2.

Vi anser dermed vår hypotese om at privatinvestorer som tegner aksjer i børsnoteringer selger seg ut etter notering for å være sann.

5.2 Hypotese 2

Privatinvestorer selger seg raskt ut av børsnoteringer.



Figur 5.2: Resultater hypotese 2

Resultatene¹ tilsier at privatinvestorer selger seg raskt ut av børsnoteringer.

I figur 5.2 illustrerer den svarte trendkurven gjenværende privatinvestorer som deltok i børsnoteringen etter x antall dager. Resultatet indikerer at et selskap som har vært notert på Oslo Børs i 90 dager, har nærmere 42 % gjenværende privatinvestorer. Med andre ord har de resterende privatinvestorene (58 %) som tegnet aksjer i selskapet solgt seg ut innen 90 dager. Trendkurven faller bratt de første dagene, før den flater ut. De første 10-20 dagene etter noteringen er det svært mange som selger aksjene sine, mens 90 dager etter en notering har salgspresset avtatt noe.

¹På grunn av de ulike tidsperiodene selskapene hadde skrevet ut aksjonærlistene sine på, måtte vi gjøre enkelte forenklinger når vi skulle skille mellom privatinvestorer som eier aksjer på kort- og langsikt. Fordi selskapene hadde trukket ut aksjonærlistene ved 91, 99 og 108 dager etter notering, vanskeliggjorde dette skillet på 90 dager. Vi definerte derfor disse observasjonene under den kortsiktige perioden, da dette ville gi oss flere observasjoner.

Den røde trendkurven illustrerer gjenværende privatinvestorer etter x antall dager, av de som fortsatt eide aksjer 90 dager etter børsnoteringen. Resultatet viser at 90 dager etter observasjonen (180 dager etter notering) er det nærmere 87 % gjenværende privatinvestorer. Trendkurven er slakt fallende, før den flater ut etter 500 dager.

Sammenligner man trendkurvene med hverandre ser man klare tendenser. Gjenværende privatinvestorer i selskapet etter x antall dager, av de som fortsatt eide aksjer 90 dager etter børsnoteringen (rød kurve), eier aksjene over en lengre periode før de selger aksjene. Den svarte trendkurven faller brattest og indikerer at det er svært få gjenværende privatinvestorer fra børsnoteringen etter en kort tidsperiode. Den røde kurven derimot, faller betydeligere langsommere. Selv 365 dager etter notering, er det fortsatt 70 % gjenværende privatinvestorer, og 730 dager etter notering, er det 57 % gjenværende privatinvestorer (rød kurve).

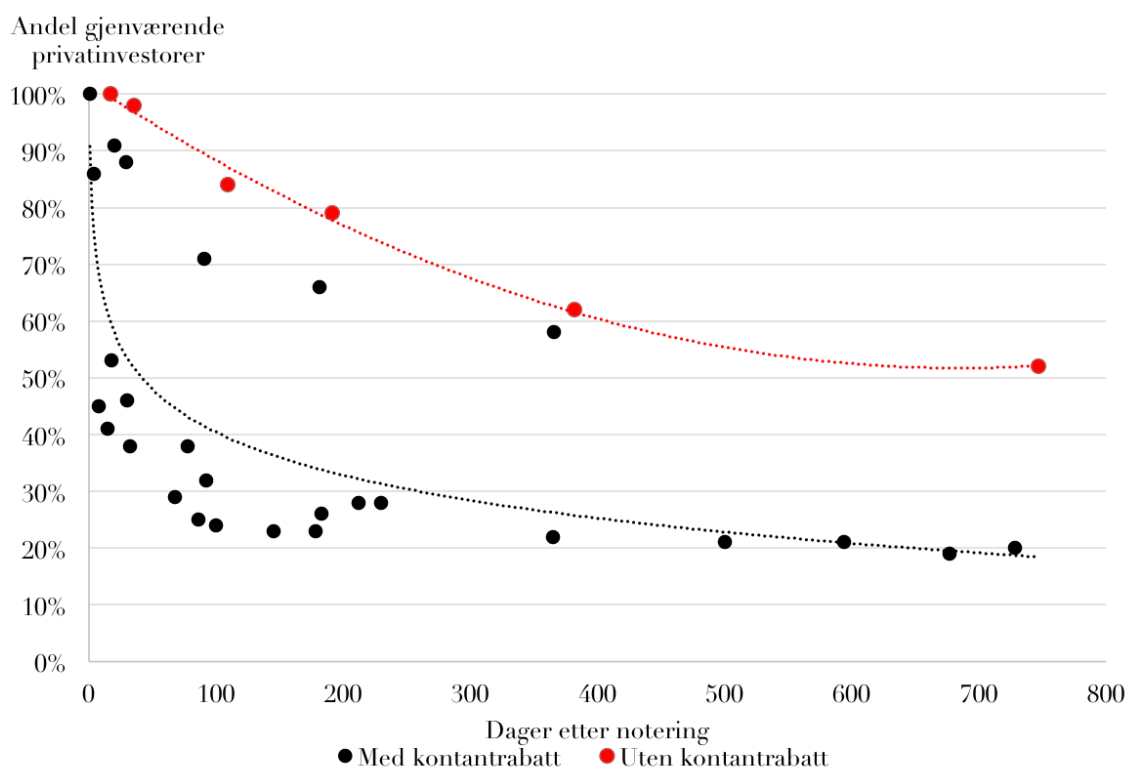
Resultatene viser at privatinvestorer selger seg raskt ut av børsnoteringer. Vi observerer at 58 % har solgt seg ut etter 90 dager. Dette kan skyldes at mange privatinvestorer spekulerer i at selskaper er underpriset i børsnoteringer. En annen årsak kan være at ny informasjon, markedsutsikter og regnskapstall har blitt publisert og påvirker privatinvestorene til å selge tegningsaksjene.

Videre er den svarte trendkurven (kortsiktige privatinvestorer) vesentlig brattere enn den røde (langsiktige privatinvestorer). Dette kan skyldes at privatinvestorer som ikke selger seg ut etter notering lider av «overconfidence». Dette er en overdreven evne til å tro man er bedre enn andre. Privatinvestorer kan dermed tro de er bedre enn resten av markedet til å verdsette aksjer. Dette vil føre til at de ikke ønsker å selge aksjene sine, fordi de tror aksjen er verdt mer og at dette vil reflekteres i kursen på lengre sikt. Andre årsaker til at trendkurvene er ulike kan være at privatinvestorer tror aksjer gir bedre avkastning enn andre aktivaklasser, uavhengig av hvilke selskaper de har eierskap til over tid. Eller at privatinvestorer ikke har tid til å holde seg oppdatert på nyheter i markedet, og blir passive aksjonærer i selskapet.

Vi anser dermed vår hypotese om at privatinvestorer selger seg raskt ut av børsnoteringer for å være sann.

5.3 Hypotese 3

Privatinvestorer som tegner aksjer i børsnoteringer selger sine aksjer raskere i børsnoteringer med kontantrabatt enn børsnoteringer uten kontantrabatt.



Figur 5.3: Resultater hypotese 3

Resultatet viser at privatinvestorer som tegner aksjer i en notering, selger seg raskere ut hvis noteringen ga dem kontantrabatt.

I figur 5.3 viser den røde trendkurven observasjoner fra selskapet uten kontantrabatt. Trendkurven viser at en høy andel privatinvestorer velger å holde sin posisjon som aksjonærer i selskapet i lang tid etter noteringen før de selger seg ut. Den svarte trendkurven viser utviklingen til kontantrabatterte privatinvestorer. Kurven viser at kort tid etter notering, er det svært mange med kontantrabatt som selger seg ut av selskapet. Allerede et par dager etter notering, har 10 % solgt seg ut, og noen uker senere har 50 % solgt seg ut.

Sammenligner vi de to trendkurvene mot hverandre, ser vi at den svarte trendkurven gir lavere andel gjenværende privatinvestorer fra en notering. Vi ser at 100 dager etter notering er det nærmere 87 % gjenværende privatinvestorer uten kontantrabatt. Tilsvarende tall for gruppen med kontantrabatt er 40 %.

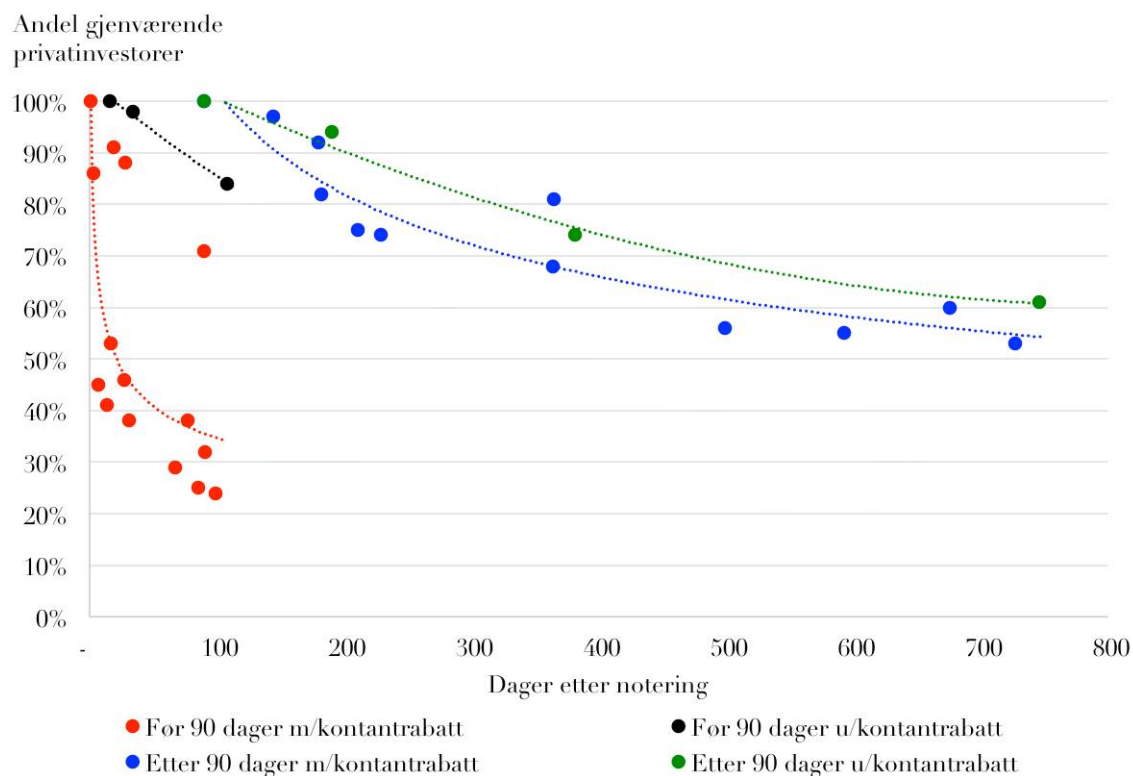
Med utgangspunkt i analysene, kan vi konkludere med at privatinvestorer med kontantrabatt selger sine aksjer raskere enn privatinvestorer uten kontantrabatt. Vi tror dette kan skyldes at mange privatinvestorer kun tegner seg ved noteringer for å få gevinsten knyttet til en kontantrabatt. Trekker vi prospektteorien opp mot kontantrabatten, kan vi argumentere for at privatinvestorer oppfatter det som verre å tape NOK 1 500, enn å tjene NOK 1 500. Ved en kontantrabatt har privatinvestorer allerede «tjent» netto NOK 1 500 før aksjen begynner å svinge i verdi på børsen, som et resultat av kontantrabatten. Videre kan «disposition effect» påvirke privatinvestorene til å selge aksjer som har gitt gevinst, da man ser på avkastningen investeringen har gitt, istedenfor å se fundamentalt og langsiktig på investeringen.

Som en konsekvens av at man ønsker å sikre gevinst, og selge vinnere, samtidig som et tap smerter mer enn å tjene mer, kan det tenkes at flere privatinvestorer ønsker å sikre gevinsten på NOK 1 500 fra kontantrabatten, ved å selge seg ut av aksjen etter at selskapet er blitt notert.

Vi anser dermed vår hypotese om at privatinvestorer som tegner aksjer i børsnoteringer selger sine aksjer raskere i børsnoteringer med kontantrabatt enn børsnoteringer uten kontantrabatt for å være sann.

5.4 Hypotese 4

Kontantrabatten har ingen langsiktige effekter på privatinvestorers atferd.



Figur 5.4: Resultater hypotese 4

Resultatene viser at kontantrabatten ikke har noen effekter på lengre sikt.

I figur 5.4 viser den røde trendkurven gjenværende kontantrabatterte privatinvestorer x antall dager etter noteringen. Resultatet viser at et selskap som har vært notert på Oslo Børs i 90 dager, har nærmere 35 % gjenværende kontantrabatterte privatinvestorer. Trendkurven faller bratt de første dagene, før den flater ut. De første 10-20 dagene er det mange kontantrabatterte privatinvestorer som selger seg ut.

Den svarte trendkurven illustrerer gjenværende privatinvestorer som deltok i børsnoteringen etter x antall dager uten kontantrabatt. Resultatet viser at 90 dager etter observasjonen er det nærmere 87 % gjenværende privatinvestorer. Trendkurven er slakt fallende. Observasjoner gjort de første 10-20 dagene etter notering viser at det er svært få som selger seg ut.

Sammenligner man rød og svart trendkurve ser man tydelig at privatinvestorer som mottar kontantrabatt selger aksjene sine raskt etter at selskapet er blitt notert, mens privatinvestorer uten kontantrabatt ønsker å sitte på aksjene over en lengre periode før de selger seg ut. Dette kan skyldes prospektteori, som nevnt i hypotese 3.

Den blå trendkurven presenterer hvor mange privatinvestorer som mottok kontantrabatt og som fortsatt eier aksjer i selskapet etter x antall dager av de som fortsatt eide aksjer 90 dager etter noteringen. Resultatet viser at 90 dager etter observasjonen (180 dager etter notering) er det nærmere 82 % gjenværende privatinvestorer.

Den grønne trendkurven presenterer hvor mange privatinvestorer uten kontantrabatt og som fortsatt eier aksjer i selskapet etter x antall dager, av de som fortsatt eide aksjer 90 dager etter børsnoteringen. Resultatet viser at 90 dager etter observasjonen (180 dager etter notering) er det nærmere 90 % gjenværende privatinvestorer. Trendkurven er slakt fallende, og avtar gradvis. Sammenligner man grønn og blå trendkurve er resultatene noenlunde like.

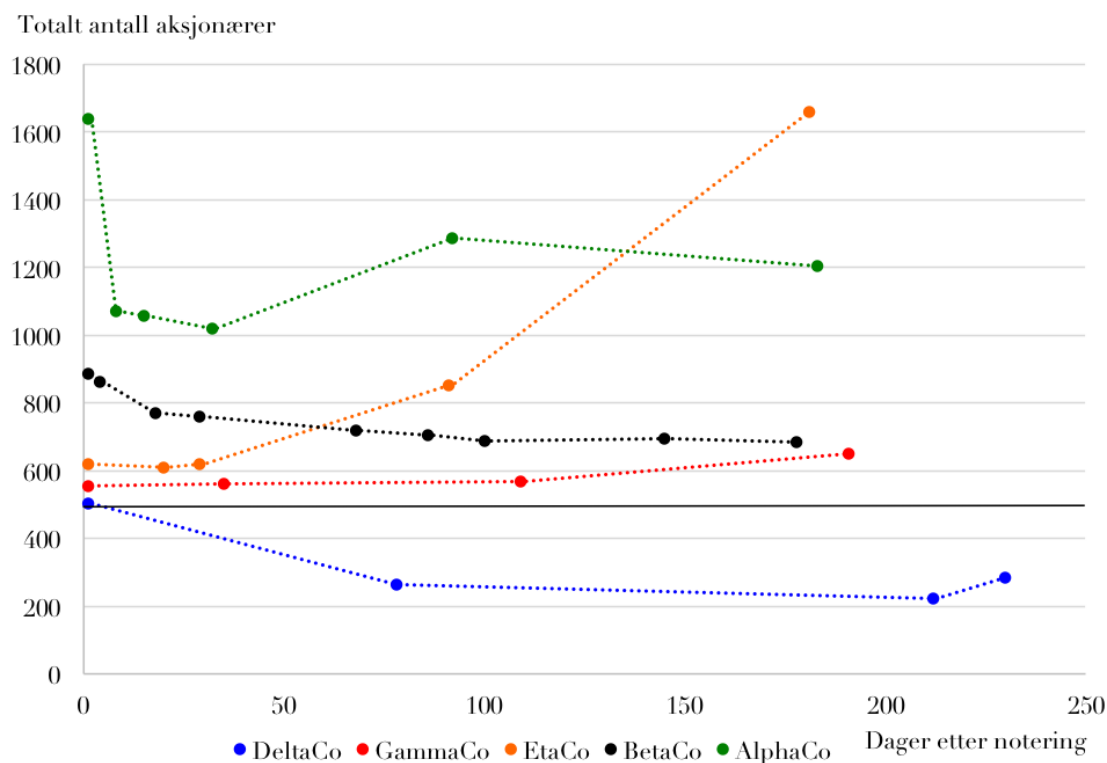
Resultatet viser betydningen av om selskaper tilbyr kontantrabatt eller ikke ved notering. Det er lavere andel av gjenværende privatinvestorer 90 dager etter notering av de som mottok kontantrabatt, kontra de som ikke mottok kontantrabatt. Videre ser vi at gjenværende privatinvestorer, av de som fortsatt eide aksjer 90 dager etter børsnoteringen, har et langt tidsperspektiv på investeringen. Dette gjelder både for privatinvestorer som mottok kontantrabatt og de som ikke mottok kontantrabatt.

Som nevnt i hypotese 2 kan langsiktige effekter på privatinvestorers atferd skyldes privatinvestorers overdreven tro på egne ferdigheter, at aksjer gir bedre avkastning på sikt enn andre aktivaklasser og at privatinvestorer kan bli passive aksjonærer.

Vi anser dermed vår hypotese om at kontantrabatten ikke har noen langsiktige effekter på privatinvestorers atferd for å være sann.

5.5 Hypotese 5

Børsnoterende selskap har mindre enn 500 aksjonærer etter notering.



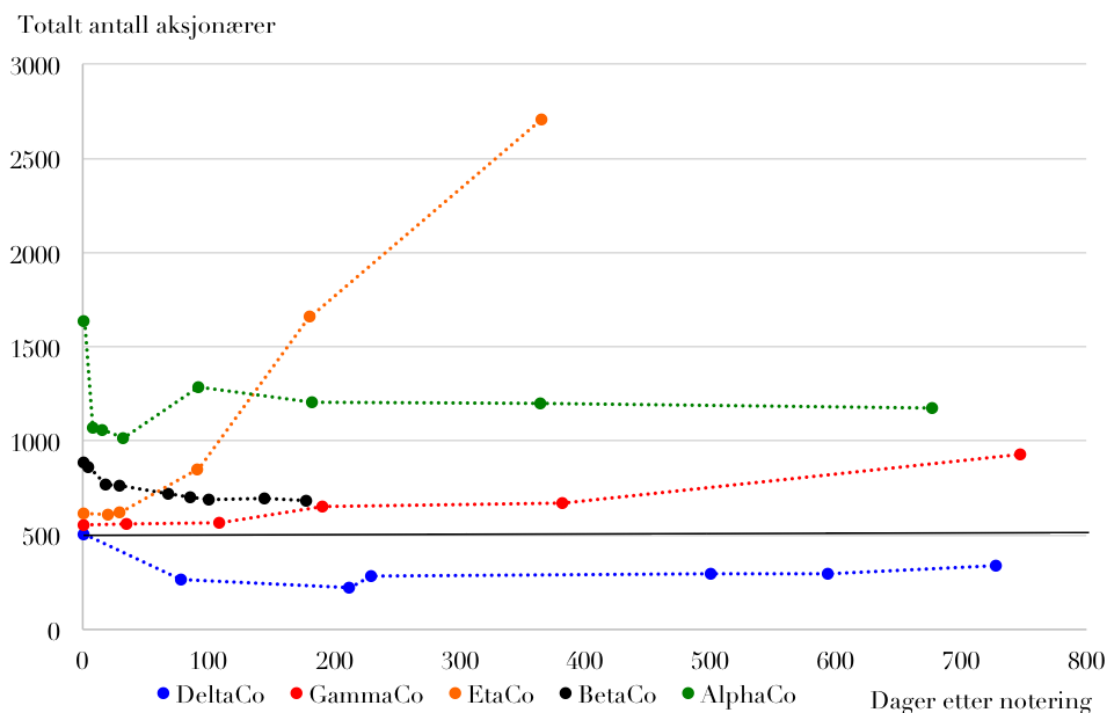
Figur 5.5: Resultater hypotese 5 - Første 250 dager

Resultatet viser at uavhengig om privatinvestorer selger seg ut av selskapet kort tid etter enn notering, faller som regel ikke totalt antall aksjonærer i selskapet til et nivå under 500 aksjonærer.

Figur 5.5 viser utviklingen i antall aksjonærer i selskapene i løpet av de første 250 dagene etter notering. Ved notering ser vi at alle selskapene oppfyller noteringskravet på 500 aksjonærer. Kort tid etter notering ser vi at det er et svakt fall i totalt antall aksjonærer for alle selskapene. Videre utvikling er varierende fra selskap til selskap. Med tanke på hypotese 3, hvor vi konkluderte at privatinvestorer selger seg raskere ut av børsnoteringer med kontantrabatt, forventet vi å se færre aksjonærer i selskapene etter notering. Som vi ser av figur 5.5 og 5.6 er ikke dette tilfellet og det er et lite fall i totalt antall aksjonærer etter notering.

Resultatet belyser at selv om enkelte privatinvestorer selger seg ut etter notering, er det nye aksjonærer som kjøper aksjene. Som sagt ser vi at selskapene har meget ulik utvikling over tid, og det er kun ett selskap som ikke tilfredsstiller kravet på 500 aksjonærer i tiden etter noteringen. På lengre sikt, illustrert i figur 5.6, ser vi at selskapet med færre enn 500 aksjonærer fortsatt ikke har tiltrukket seg flere investorer. Ser vi derimot på de andre selskapene, har de jevn og god aksjonærstruktur.

Vi kan dermed fastslå at hypotesen kan forkastes, og at det ikke er grunnlag for å påstå at børsnoterende selskap har mindre enn 500 aksjonærer etter notering. Kontantrabat-ten fungerer ikke som et middel for å oppfylle noteringskravet kun ved notering.



Figur 5.6: Resultater hypotese 5

Kapittel 6

Konklusjon

I denne masterutredningen har vi studert privatinvestorers atferd og effektene av kontantrabatten i børsnoteringer på Oslo Børs. Vi har gjort funn som indikerer at flere privatinvestorer utnytter kontantrabattordningen ved å selge seg ut av et selskap kort tid etter notering, for å realisere en gevinst på grunn av kontantrabatten. Dette er konsistent med vår oppfatning før vi startet denne utredningen basert på egne erfaringer og prospektteori. Funnene er også i samsvar med forventningene til flere investeringsbanker vi har vært i kontakt med.

I vår første hypotese studerte vi hvorvidt privatinvestorer selger seg ut etter en notering eller ikke. Resultatet var at privatinvestorer selger seg ut og ikke holder aksjen evig. Vi kan dermed konkludere med at privatinvestorer endrer sin tro på aksjen etter en notering. I vår andre hypotese testet vi om privatinvestorer selger seg raskt ut av børsnoteringer. Vi observerer de første 10-20 dagene etter notering at svært mange selger aksjene sine, og at 90 dager etter notering har totalt 58 % solgt seg ut. Privatinvestorer selger seg altså raskt ut av børsnoteringer.

I den tredje hypotesen så vi om privatinvestorer selger sine aksjer raskere i børsnoteringer med kontantrabatt enn børsnoteringer uten kontantrabatt. Resultatene viser at privatinvestorer i børsnoteringer med kontantrabatt selger seg raskere ut enn privatinvestorer i børsnoteringer uten kontantrabatt. I den fjerde hypotesen testet vi om kontantrabatten har langsiktige effekter på privatinvestorers atferd. Vi finner at på lang sikt har kontantrabatten ingen effekter på privatinvestorers atferd.

Videre, i vår femte hypotese, finner vi ikke noe støtte for at kontantrabatten har innvirkning på antall aksjonærer i ett selskap etter en børsnotering. Totalt antall aksjonærer faller ikke under noteringskravet på 500 aksjonærer etter noteringen. Dog ser vi en liten nedgang i totalt antall aksjonærer rett etter noteringen. Allikevel påvirker ikke kontantrabatten den langsiktige aksjonærstrukturen. Basert på resultatene behøver ikke selskaper som ønsker å gå på børs i fremtiden bekymre seg for kontantrabatten sin

effekt på antall aksjonærer i selskapet etter notering.

Selv om datagrunnlaget er lite grunnet vanskelighetene med å innhente aksjonærlistene, har resultatene gitt verdifull innsikt i privatinvestorers atferd og effektene av kontantrabatten som insentivordning på Oslo Børs.

Videre forskning

En av motivasjonsfaktorene for denne utredningen var å legge grunnlaget for videre forskning innen et tema som det ikke har blitt forsket på tidligere. Vi føler at vår utredning har bidratt med verdifull innsikt.

Vi ønsker å oppfordre andre til å forsøke å innhente et større datagrunnlag, noe som kan gjøres via VPS. I de kommende årene ser vi gjerne at andre masterstudenter og akademikere bygger videre på vårt arbeid eller forsker på nært beslektede emner. Kontantrabatten er muligens på vei ut, men insentivordninger vil fortsatt være et tema. Spesielt dersom dagens sittende regjering blir gjenvalgt og står fast på sitt ønske om å privatisere statlige selskaper. Det vil derfor være verdifullt å ha innsikt i konsekvensene av de ulike insentivordningene.

Vi mener det vil være meget interessant å se på effektene av bonusaksjer opp mot de funnene vi har gjort i denne utredningen om effektene av kontantrabatten. Det kan tenkes at en anvendelse av bonusaksjer vil føre til at privatinvestorer endrer atferd og holder aksjene vesentlig lengre. Samtidig kan en bonusaksjeordningen innføre usikkerhet for både investeringsbanker og institusjonelle investorer knyttet til hva bonusaksjeordningen vil koste. Totalprisen vil avhenge av hvor mange som holder aksjene frem til utløsning av bonusaksjer, og hvilken aksjekursutvikling selskapet har.

Et annet interessant tema er selskapenes aksjekursutvikling etter notering. Ved å sammenligne selskaper med kontantrabatt, bonusaksjer og ingen insentivordninger, kan det tenkes at man avdekker interessante forskjeller i selskapenes aksjekursutvikling. Dette kan eksempelvis skyldes selskapenes aksjonærstruktur som følge av en valgt insentivordning, men også hvordan investeringsbanken har håndtert børsnoteringsprosessen og hvilken prisingsmetode som er anvendt i noteringen (fast pris vs. «book building»).

Avslutningsvis ønsker vi å formulere noen mulige problemstillinger og hypoteser som kan være interessant å utrede:

Er avkastningen til selskaper med kontantrabatt lavere enn selskaper uten kontantrabatt i den første tiden etter børsnoteringen?

Effekten av bonusaksjer i børsnoteringer, sett i forhold til kontantrabatten og ingen insentivordning.

Er avkastningen til selskaper som anvender bonusaksjer som insentivordning høyere enn selskaper med kontantrabatt i den første tiden etter børsnoteringen?

Fører et mer kjent «brand» til økt antall aksjonærer?

Litteraturoversikt

Ackert L. & Deaves R. (2010). Behavioral Finance - Psychology, Decision- Making and Markets. South-Western Cengage Learning, USA.

Asquith P. & Mullins D. (1986). Equity Issues and Offering Dilution. Journal of Financial Economics 15: 61-89.

Barber B. & T. Odean. (2005). All that Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors. Mimeo, Haas School of Business, Berkley University.

Benveniste L. M. & Busaba W. Y. (1997). Bookbuilding vs. Fixed Price: An Analysis of Competing Strategies for Marketing IPOs. Journal of Financial and Quantitative Analysis, December, 32(4), pp. 383-403.

Berk J. & DeMarzo P. (2011). Corporate Finance 2nd ed. Global Edition. Pearson Education Limited.

Berk J. & DeMarzo P. (2015). Corporate Finance 3rd ed. Global Edition. Pearson Education Limited.

Cornello F. & Goldreich D. (2001). Bookbuilding and Strategic Allocation. Journal of Finance, Volume 56, pp. 2337-2369.

Damodaran A. (2015). [Online]. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Besøkt: 04.12.2015

Døskeland T. (2014). Personlig Finans. Fagbokforlaget.

Ellingsen B. H. (2012). Initial Public Offerings – An Empirical Study of How the IPOs on Oslo Stock Exchange are priced relative to the Indicative Price Range. Masterutredning, Norges Handelshøyskole.

Fauzi F. Wellalage N. H. & Locke S. (2012). The Global Financial Crisis' Impact on Short - term Performance of IPO: The Case Study of New Zealand Firms' IPOs. Asian Journal of Finance & Accounting, 22 May, 4(2), pp. 180-198.

Field L. C. & Lowry M. (2009). Institutional versus Individual Investment in IPOs: The Importance of Firm Fundamentals. Journal of financial and quantative analysis. Vol 44. No.3 pp. 489-516.

Gretland B. (1997). Verdsettelse i teori og praksis (Knut Boye). Cappelen Akademisk.

- Hanley K. W. (1993). The Pricing of Initial Public Offerings and the Partial Adjustment Phenomenon. *Journal of Financial Economics*, 2(34), pp. 231-250.
- Henry S. C. & Gregoriou G. N. (2013). IPO Firm Characteristics pre- and post- Financial Crisis. SUNY College at Pittsburgh, 9 July.
- Hens T. & Bachmann K. (2008). *Behavioural Finance for Private Banking*. Wiley Finance.
- Jenkinson T. & Jones H. (2002). *Bids and Allocations in European IPO Bookbuilding*. Oxford University.
- Jenkinson T. & Ljungqvist A. (2001). "Going Public, the Theory and Evidence on How Companies Raise Equity Finance", 2nd edition, Oxford University Press.
- Kaufmann G. & Kaufmann A. (2015). *Psykologi i organisasjon og ledelse*. 5. utgave. Fagbokforlaget.
- Korajczyk R. Lucas D. & McDonald R. (1991) The Effect of Information Ratios on the Pricing and Timing of Equity Issues. *Review of Financial Studies* 4: 685-708.
- Ljungqvist A P. Jenkinson T & Wilhelm W J. (2003). Global integration in primary equity markets: The role of US banks and US investors. *The Review of Financial Studies* Vol 16 No. 1, pp. 63-99.
- Lucas D. & McDonald R. (1990). Equity Issues and Stock price Dynamics. *Journal of Finance* 45: 1019-1043.
- Masulis R. & Korwar A. (1986). Seasoned Equity Offerings: An Empirical Investigation. *Journal of Financial Economics* 15: 91-118.
- Mikkelsen W. & Partch M. (1986). Valuation Effects of Security Offerings and the Issuance Process. *Journal of Financial Economics* 15: 31-60.
- Myers S. (1984) The Capital Structure Puzzle. *Journal of Financial* 39: 575-592.
- Neupane S. & Poshakwale S.S. (2012). Transparency in IPO mechanism: Retail investors' participation, IPO pricing and returns.
- Odean. T. (1998). Are Investors Reluctant to Realize Their Losses? *Journal of Finance* 53: 1775–1798.
- Oslobors.no, (2015). [Online]. www.oslobors.no/oslo-boers/Notering/Aksjer-egenkapitalbevis-og-retter-til-aksjer/Nye-aksjenoteringer. Besøkt: 25.10.2015.
- Oslo Børs. (2015). "Opptaksregler for aksjer på Oslo Børs" Publisert: Januar 2015.

Tversky A. & Kahneman D. (1992). Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty* 5. 297–323.

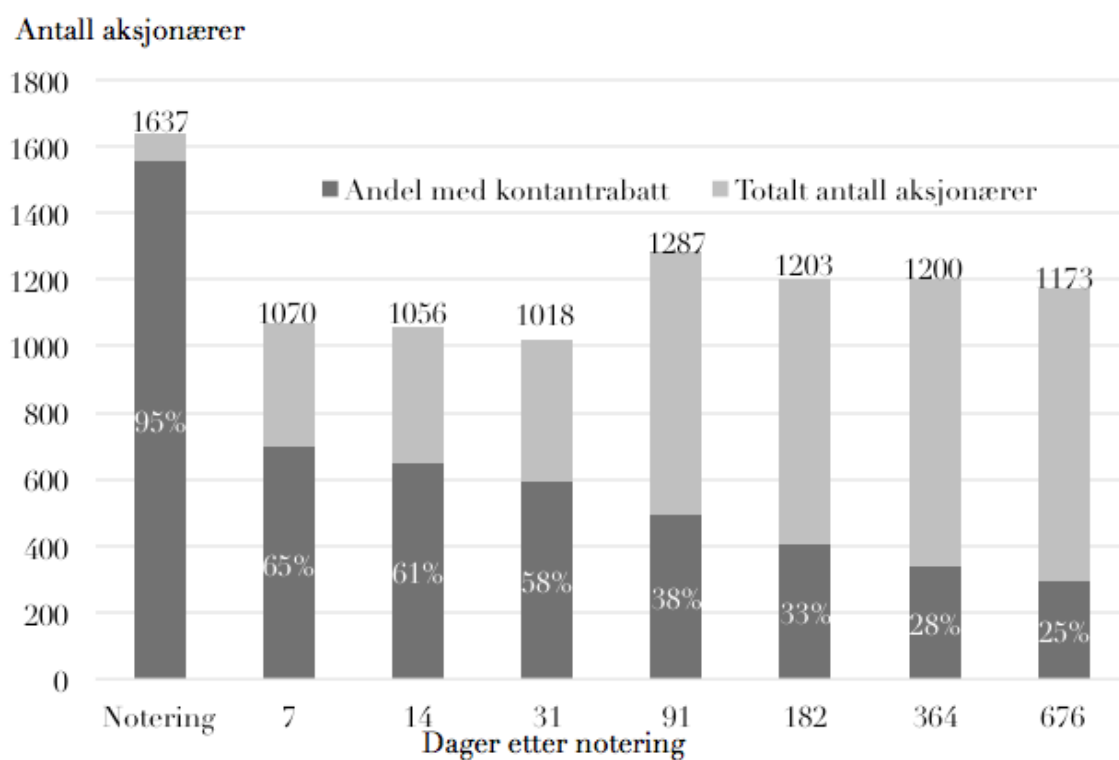
Appendiks

Databeskrivelse

Denne delen av appendiks viser datagrunnlaget våre figurer i resultat og analyse er basert på. Her finner du detaljert utvikling over antall aksjonærer, hvor mange av disse som er privatinvestorer, antall gjenværende privatinvestorer fra noteringen samt aksjekursutvikling for hvert selskap.

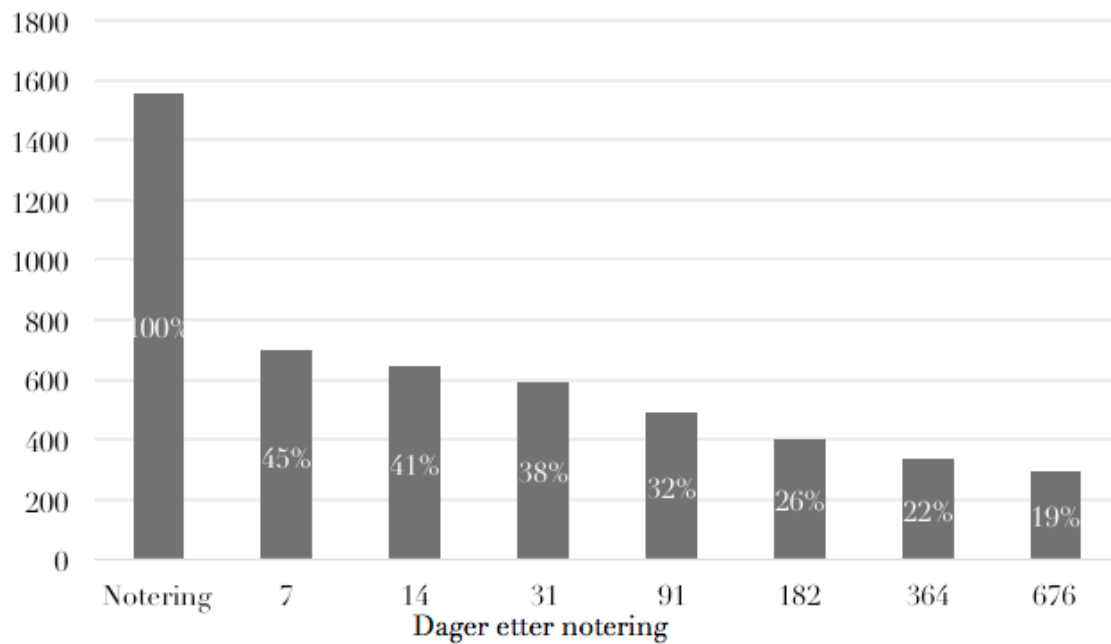
Børsnoteringer med kontantrabatt

AlphaCo

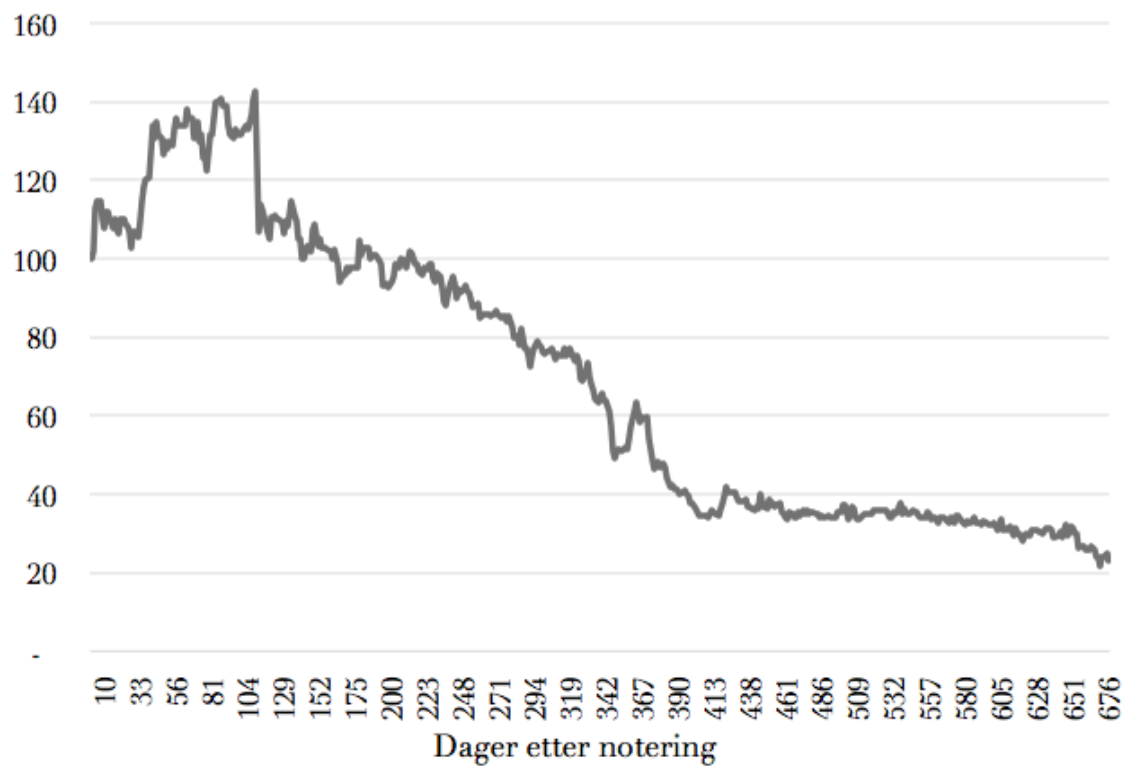


Aksjonærstruktur i AlphaCo

Antall aksjonærer med kontantrabatt

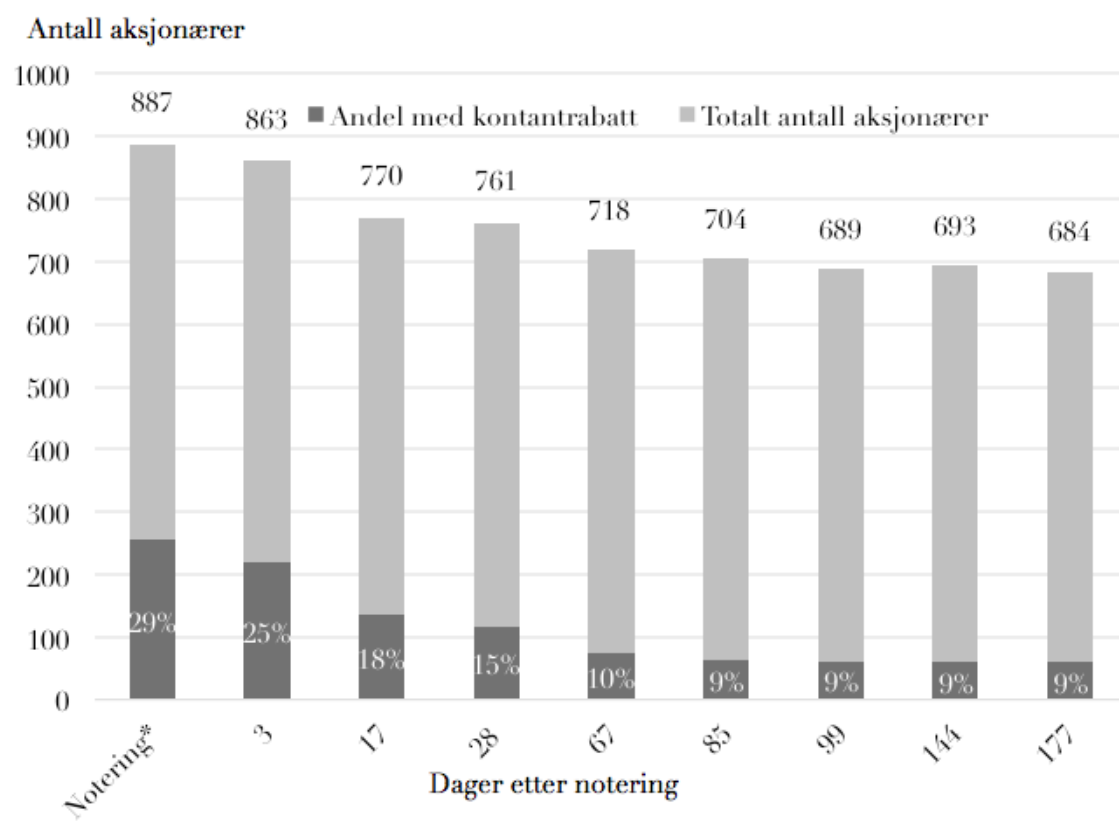


Gjenværende kontantrabatterte privatinvestorer i AlphaCo



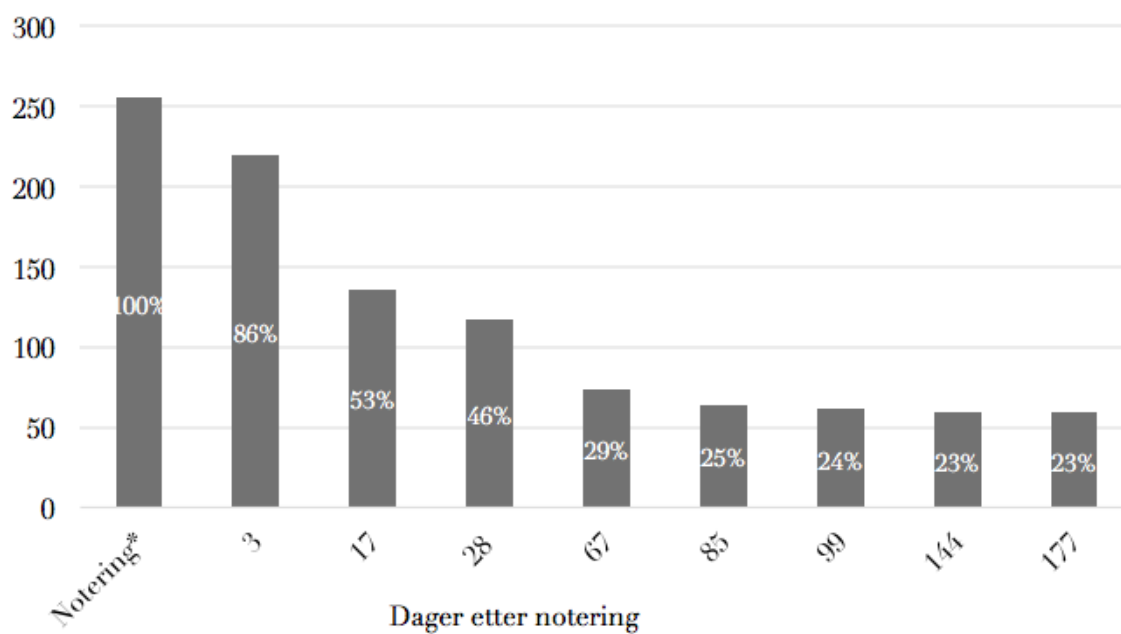
Aksjekursutvikling i AlphaCo

BetaCo

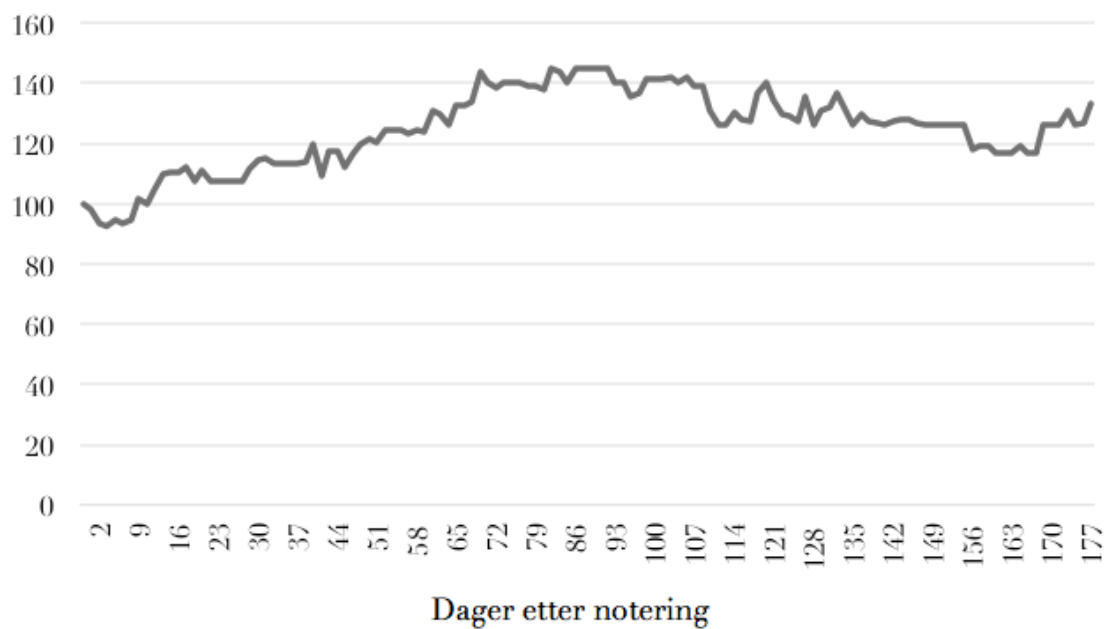


Aksjonærstruktur i BetaCo

Antall aksjonærer med kontantrabatt

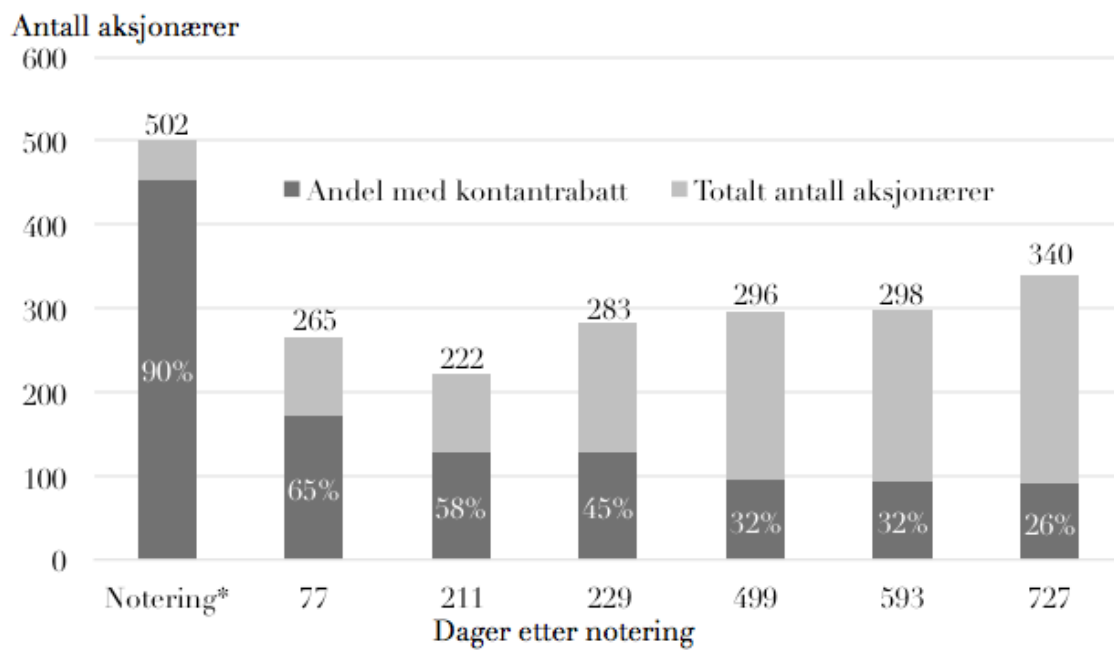


Gjenværende kontantrabatterte privatinvestorer i BetaCo



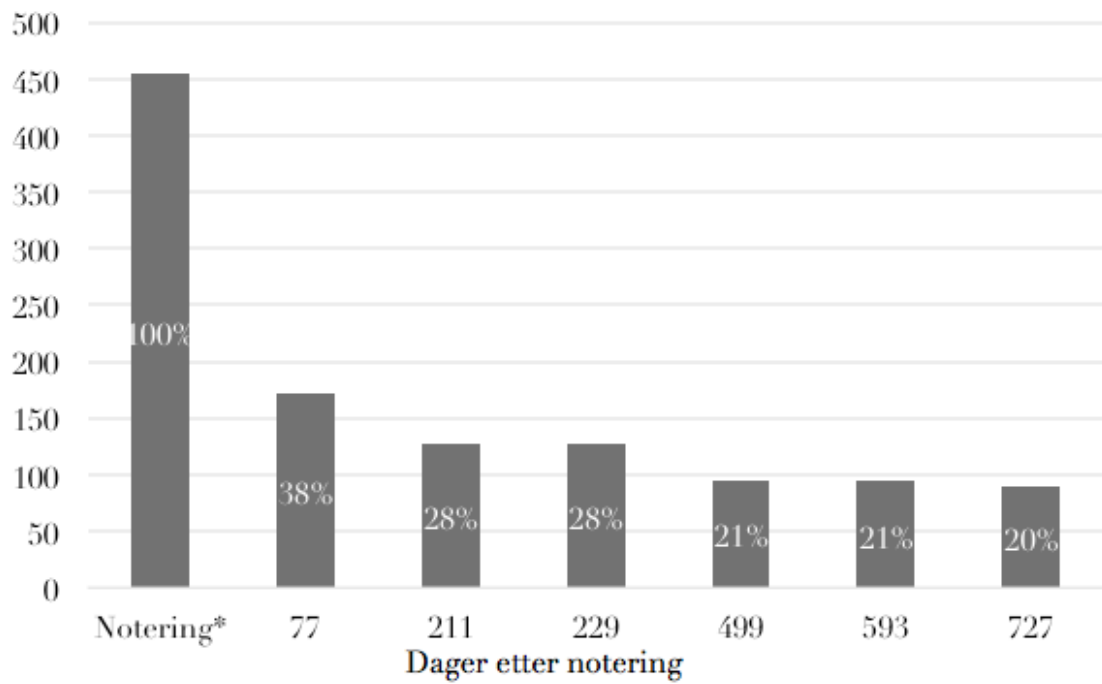
Aksjekursutvikling i BetaCo

DeltaCo

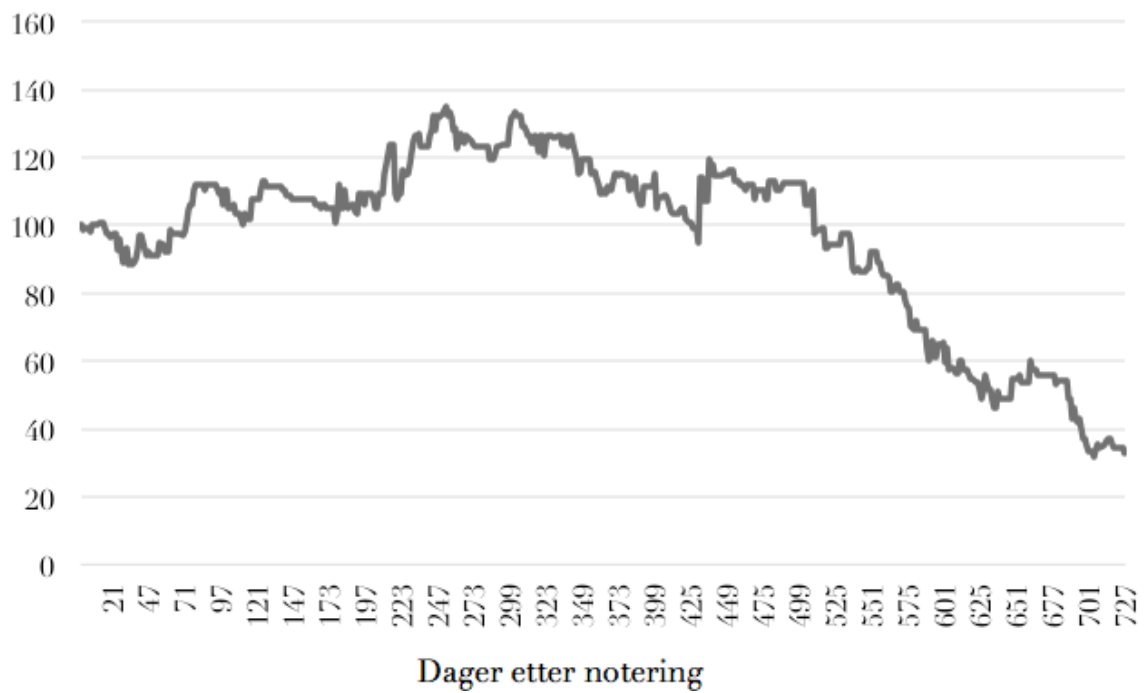


Aksjonærstruktur i DeltaCo

Antall aksjonærer med kontantrabatt



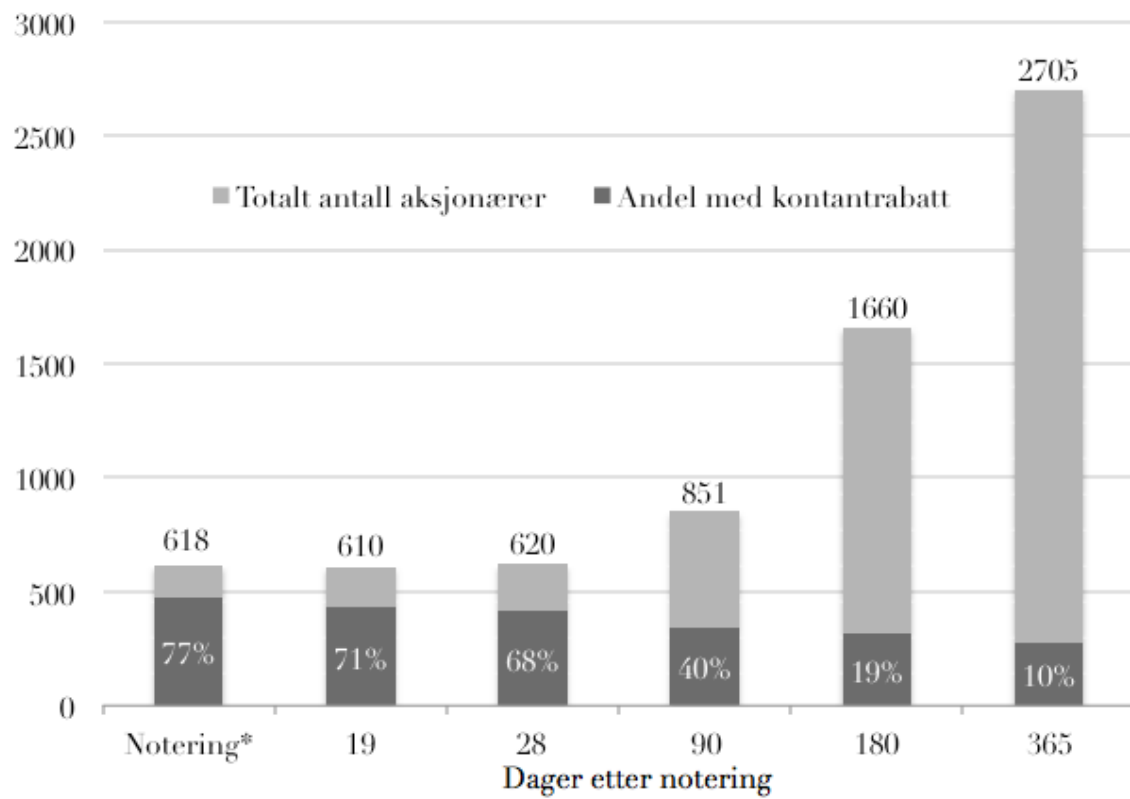
Gjenværende kontantrabatterte privatinvestorer i DeltaCo



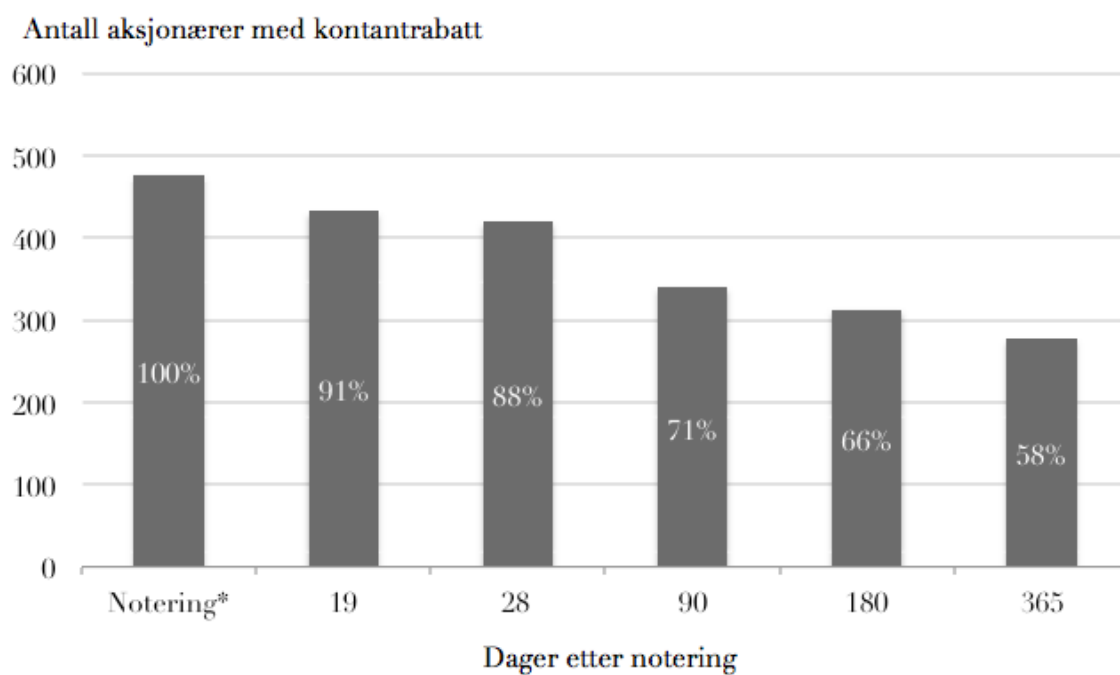
Aksjekursutvikling i DeltaCo

EtaCo

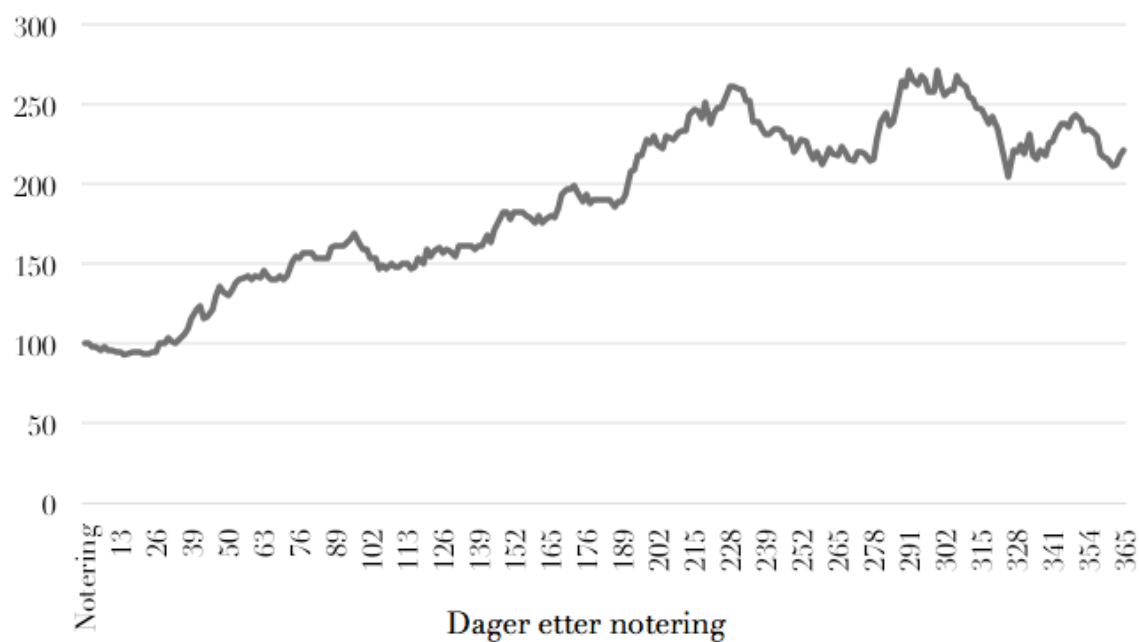
Antall aksjonærer



Aksjonærstruktur i EtaCo



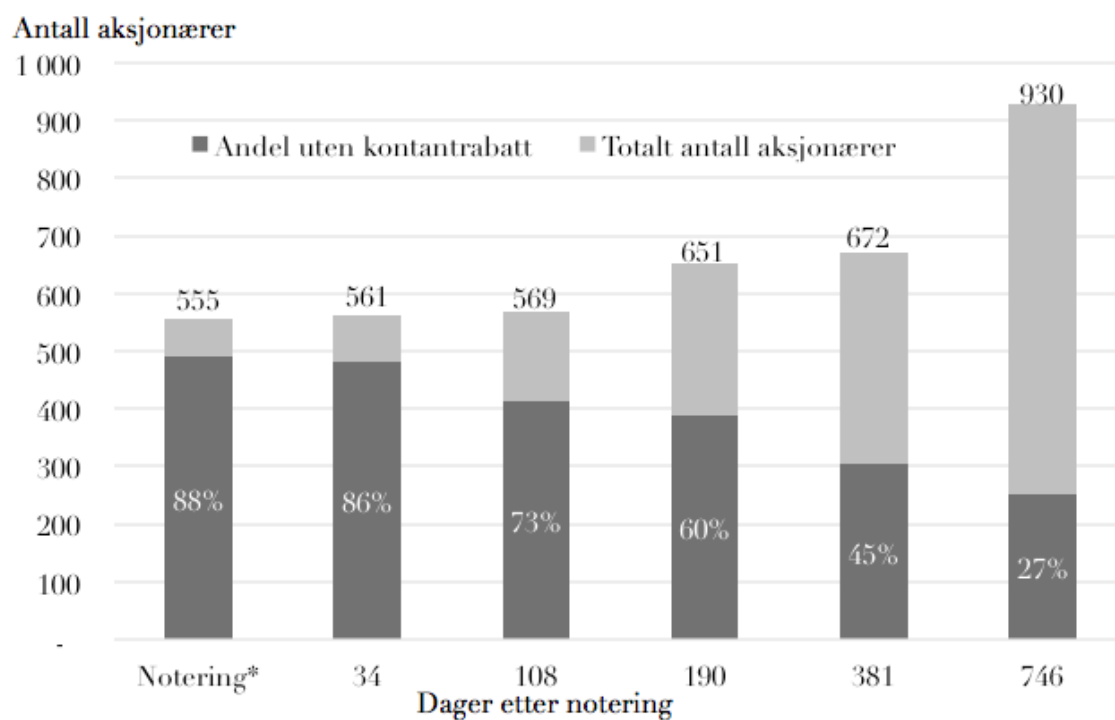
Gjenværende kontantrabatterte privatinvestorer i EtaCo



Aksjekursutvikling i EtaCo

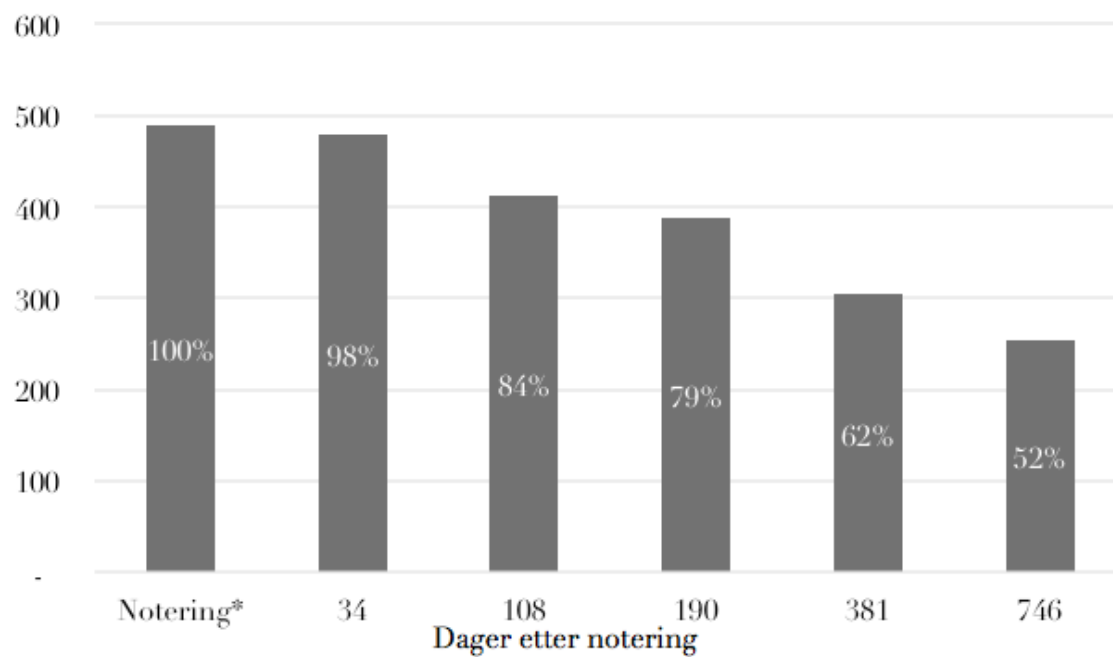
Børsnoteringer uten kontantrabatt

GammaCo

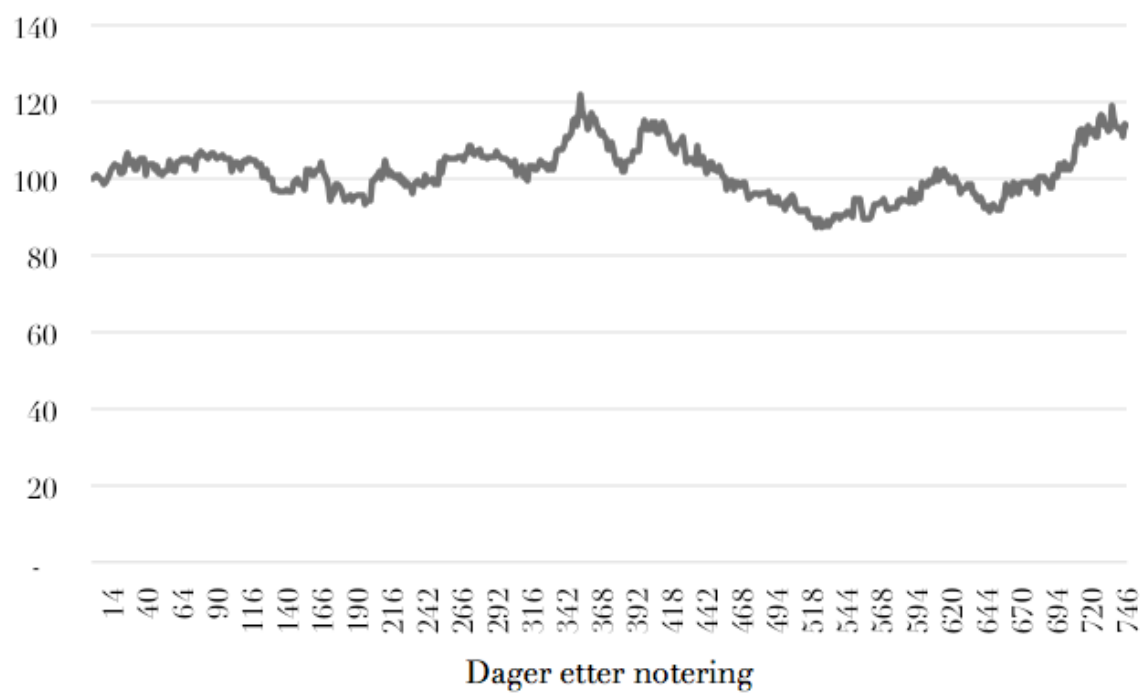


] Aksjonærstruktur i GammaCo

Antall aksjonærer uten kontrantrabatt



Gjenværende kontrantrabatterte privatinvestorer i GammaCo



Aksjekursutvikling i GammaCo

Noteringer fra 2011 t.o.m 2015

Selskap	Markeds plass	Insentivordning
2015		
Kid ASA	Oslo Børs	Ingen
Skandiabanken ASA	Oslo Børs	Ingen
Sevan Drilling Limited	Oslo Børs	Ingen
Hugo Games AS	Oslo Axess	Ingen
Pioneer Property Group	Oslo Axess	Ingen
Europri ASA	Oslo Børs	Ingen
Vistin Pharma ASA	Oslo Axess	-
Schibsted ser B.	Oslo Børs	Ingen
Multiconsult ASA	Oslo Børs	Ingen
IDEX ASA	Oslo Børs*	Ingen
Golden Ocean Group Limited	Oslo Børs	Ingen
Nordic Nanovector ASA	Oslo Børs	Ingen
Team Tankers International Ltd.	Oslo Børs	1500,- (min 12 500,-)
Thin Film Electronics ASA	Oslo Børs*	Ingen
2014		
RenoNorden ASA	Oslo Børs	1000,- (min 10 500,-) 35% rabatt (på DNO aksjene)
RAK Petroleum plc	Oslo Børs	Bonusaksjer
Entra ASA	Oslo Børs	Ingen
XXL ASA	Oslo Børs	Ingen
Scatec Solar ASA	Oslo Børs	1500,- (min 10 500,-)
Aker Solutions ASA	Oslo Børs	Ingen
Aurora LPG Holding ASA	Oslo Axess	-
Aqualis Offshore Holding ASA	Oslo Børs	Ingen
Serendex Pharmaceuticals A/S	Oslo Axess	1500,- (min 10 500,-)
Havyard Group ASA	Oslo Børs	1500,- (min 10 800,-)
Cxense ASA	Oslo Axess	-
NEXT Biometrics Group ASA	Oslo Axess	-
Zalaris ASA	Oslo Børs	1500,- (min 10 500,-)
Magseis ASA	Oslo Axess	-
African Petroleum Corporation Limited	Oslo Axess	1500,- (min 10 500,-)
Avance Gas Holding Ltd.	Oslo Børs	1500,- (min 10 500,-)
Scanship Holding ASA	Oslo Axess	1500,- (min 10 500,-)
Vardia Insurance Group ASA	Oslo Børs	1500,- (min 10 500,-)
Tanker Investments Ltd	Oslo Børs	1500,- (min 10 500,-)

2013

Link Mobility Group ASA	Oslo Axess	1500,- (min 10 500,-)
Atlantic Petroleum P/F	Oslo Børs	Ingen
Napatech A/S	Oslo Børs	1500,- (min 10 500,-)
BW LPG Limited	Oslo Børs	1000,- (min 10 500,-)
REC Solar ASA	Oslo Børs	Ingen
Western Bulk ASA	Oslo Børs	1500,- (min 10 500,-)
Odffjell Drilling Ltd.	Oslo Børs	1000,- (min 10 500,-)
Ocean Yield ASA	Oslo Børs	1500,- (min 10 500,-)
MultiClient Geophysical ASA	Oslo Axess	1000,- (min 10 500,-)
Serodus ASA	Oslo Axess	-
EAM Solar ASA	Oslo Axess	1000,- (min 10 500,-)
Asetek AS	Oslo Børs	1500,- (min 10 500,-)

2012

Bridge Energy ASA	Oslo Børs*	Ingen
Borregaard ASA	Oslo Børs	Ingen
Veripos Inc	Oslo Børs	Ingen
Spectrum ASA	Oslo Børs*	Ingen
Polarcus Limited	Oslo Børs*	Ingen
Crudecorp ASA	Oslo Axess	-
Selvaag Bolig ASA	Oslo Børs	Ingen
Sevan Drilling ASA	Oslo Børs*	Ingen

2011

Hofseth BioCare ASA	Oslo Axess	-
Nordic Financials ASA	Oslo Axess	-
Awilco LNG ASA	Oslo Axess	-
Asia Offshore Drilling Limited	Oslo Axess	-
Kværner ASA	Oslo Børs	Ingen
Höegh LNG Holdings Ltd.	Oslo Børs	Ingen
Awilco Drilling Plc	Oslo Axess	-
Sevan Drilling ASA	Oslo Axess	-
Discovery Offshore S.A.	Oslo Axess	-
The Scottish Salmon Company Limited	Oslo Børs*	Ingen
Norway Royal Salmon ASA	Oslo Børs	2500,- (min.10 500,-)
S.D. Standard Drilling Plc	Oslo Axess	-
Aker Drilling ASA	Oslo Børs	Ingen
Prospector Offshore Drilling S.A.	Oslo Axess	-

*Overføring fra Oslo Axess til Oslo Børs

Utdrag fra noteringsprospekt



OCEAN YIELD

PROSPECTUS

OCEAN YIELD ASA

(A Public Limited Liability Company Organised under the Laws of Norway)

Initial Public Offering of 33,500,000 Shares

Indicative Price Range: From NOK 30 to NOK 34 per Share

The information contained in this prospectus (the "**Prospectus**") relates to (a) the listing and admission to trading of ordinary shares, each with a par value of NOK 10.00 (the "**Shares**"), in Ocean Yield ASA (the "**Issuer**") on Oslo Børs or Oslo Axess (the "**Oslo Stock Exchange**"), and (b) the initial public offering (the "**Offering**") of 33,500,000 Shares (the "**Offer Shares**") in the Issuer.

This Offering comprises (a) an institutional offering (i) to institutional and professional investors in Norway, (ii) to investors outside Norway and the United States subject to exemptions from local prospectus or other filing requirements, and (iii) in the United States, to "qualified institutional buyers" ("**QIBs**") as defined in Rule 144A ("**Rule 144A**") under the United States Securities Act of 1933, as amended (the "**Securities Act**") (the "**Institutional Offering**"), and (b) a retail offering to the public in Norway (the "**Retail Offering**"). All offers and sales outside the United States will be made in reliance on Regulation S ("**Regulation S**") under the Securities Act.

The price at which the Offer Shares are expected to be sold and issued (the "**Offer Price**") is between NOK 30 and NOK 34 per Offer Share. This price range (the "**Indicative Price Range**") is indicative only. The Offer Price will be determined through a book-building process in connection with the Institutional Offering, and will be set by the Issuer in consultation with the Joint Bookrunners. Investors in the Retail Offering will receive a discount of NOK 1,500 on their aggregate subscription amount for the Offer Shares allocated to such investors. The book-building period for the Institutional Offering (the "**Book-building Period**") is expected to take place from 9:00 a.m. CET on 10 June 2013 to 4:30 p.m. CET on 21 June 2013, and the application period for the Retail Offering (the "**Application Period**") will commence at 9:00 a.m. CET 10 June 2013 and expire at 12:00 p.m. on 21 June 2013, in each case subject to shortening or extension. The Offer Price, and the number of Offer Shares sold and issued in this Offering, is expected to be announced by the Issuer through the information system of the Oslo Stock Exchange on or about 9:00 p.m. CET on 24 June 2013.

As a part of this Offering, the Issuer will grant the Joint Bookrunners a right to over-allot (the "**Over-allotment Facility**") a number of Shares equalling up to 10% of the number of Offer Shares initially allocated in the Offering (amounting to 3,350,000 Shares if 33,500,000 Offer Shares are initially allocated), and Aker ASA will grant the Joint Bookrunners a right to borrow a corresponding number of Shares (the "**Lending Option**") in order to permit delivery in respect of over-allotments made. If the Over-allotment Facility is utilised in full, the number of Offer Shares sold and issued in the Offering may amount to a maximum of 36,850,000 Offer Shares. In order to cover over-allotments made, Aker ASA will further grant the Joint Bookrunners a right to buy, at the Offer Price, a number of Shares equalling the number of over-allotted Shares (the "**Additional Shares**"), exercisable in whole or in part within a 30-day period from commencement of trading in the Shares on the Oslo Stock Exchange (the "**Over-allotment Option**").

This is an initial public offering; prior to the Offering there was no public trading market for the Shares. The board of directors of the Oslo Stock Exchange is expected to approve the Issuer's listing application at a board meeting to be held during the Bookbuilding Period, subject to fulfilment by the Issuer of the requirements of the Oslo Stock Exchange as to number of shareholders and free float. Consummation of this Offering is, among other things, conditional upon the Issuer fulfilling these requirements.

All Shares in the Issuer rank in parity with one another and carry one vote per Share. The Shares are registered with the Norwegian Central Securities Depository (Nw. *VPS*) (the "**VPS**"), in book-entry form, and carry the ISIN NO0010657448.

It is expected that payment of allocated Offer Shares will fall due on 27 June 2013, and that the Offer Shares are delivered on the same date. Trading in the Shares on the Oslo Stock Exchange is expected to commence on 28 June 2013, under the trading symbol "OCY".

Investing in the Shares involves a high degree of risk; see Section 2 "Risk Factors" beginning on page 13.

All references herein to the "**Company**", "**Ocean Yield**", the "**Ocean Yield Group**" or the "**Group**" are to the Issuer taken together with its consolidated subsidiaries, including, for periods prior to 31 March 2012 which was the date of establishment of Ocean Yield in its present form, the Aker ASA controlled entities transferred to Ocean Yield as part establishing the Company. For the definitions of certain technical terms used throughout this Prospectus, see Section 21 "Definitions and Glossary".

DNB Markets			Joint Bookrunners:		SEB	
Pareto Securities			Pareto Securities			
SEB			Joint Lead Managers:			
			Arctic Securities		Nordea Markets	
					Swedbank First Securities	

The date of this Prospectus is 7 June 2013