

Børsintroduksjoner¹

Øyvind Norli

En børsintroduksjon er blant de mest omfattende endringer et selskap kan gjøre. Ved en børsintroduksjon endres eierstrukturen på en omfattende måte og selskapet foretar ofte en egenkapitalemisjon som relativt sett er den største selskapet noen sinne vil gjøre. Denne artikkelen belyser spørsmålet om hva som påvirker valget om å foreta en børsintroduksjon. Basert på eksisterende forskning og nye resultater med data fra Oslo Børs finner vi at eierstruktur og andel institusjonelle eiere er viktig for børsintroduksjonsbeslutningen.

Praktisk Økonomi & Finans, nr. 3, 2007.

I løpet av 2005 ble 42 selskaper tatt opp til notering ved Oslo Børs og ved slutten av samme år var det 219 selskaper som var børsnotert. Disse tallene blir forsvinnende små når de sammenlignes med antall selskaper i Norge som ikke er børsnoterte. Det totale antall aksje- og allmennaksjeselskaper (AS og ASA) registrert i Brønnøysundregisteret ved slutten av 2005 var i overkant av 166.000 selskaper. Det er selvfølgelig ikke slik at alle disse selskapene kunne la seg børsnotere hvis de ønsket det. Et forsiktig anslag på hvor mange av disse selskapene som kvalifiserer for en børsintroduksjon, basert på størrelse og hvor lenge selskapene har rapportert regnskaper til Brønnøysund, gir i størrelsesorden 8.000 til 9.000 selskaper. En sammenligning av dette antallet med de 42 selskapene som faktisk ble børsnotert i 2005, gjør det naturlig og interessant å stille spørsmålet hvorfor selskaper finner det formålstjenlig å notere seg på en børs---eller med motsatt fortegn, hvorfor så mange selskaper vurderer det slik at fordelene ved en børsnotering ikke oppveier ulempene.

Den akademiske litteraturen har lenge vært opptatt av dette og relaterte spørsmål knyttet til børsintroduksjoner (Initial Public Offerings, forkortet IPOs). Det første man vil oppdage hvis man setter seg ned og leser IPO litteraturen, er at det finnes empiriske regulariteter som synes å variere overraskende lite fra land til land. Det mest slående er at så og si alle emisjoner som gjøres i forbindelse med en børsintroduksjon gjøres til en pris som er lavere enn prisen som etableres i markedet første dagen aksjen handles på børsen. Dette fenomenet refereres til som underprising. En IPO med emisjonskurs 100 kroner som handles til 130 kroner på slutten av den første dagen vil i følge denne definisjonen være underpriset med 30%. Graden av underprising varierer både over tid og mellom land, men ligger typisk et sted mellom 10% og 30%. Den gjeldende rekorden i USA holdes av selskapet VA Linux. Investorer som ble plukket ut til å delta i emisjonen, fikk kjøpe VA Linuxaksjer til \$30. På slutten av den første handledagen var VA Linuxkursen \$239,25. Dette representerer en underprising på nesten 700% og impliserer at de gamle eierne av VA Linux gikk glipp av i underkant av 1 milliard dollar.

En annen empirisk regularitet er at IPO-aktiviteten varierer my over tid. Figur 1 viser IPO-aktiviteten i form av antall IPOs i USA og Norge mellom 1980 og 2003. Det mest fremtredende i denne figuren er at antall IPOs varierer kraftig fra år til år i begge land. Det viser seg at et tilsvarende mønster er

1 Jeg takker Senter for Eierforskning (SE) ved Handelshøyskolen BI for støtte til prosjektet "Going Public or Staying Private". Deler av de resultater som presenteres og det som diskuteres i denne artikkelen har fremkommet som en del av dette prosjektet. Jeg vil også takke Knut Boye for gode kommentarer. Gjennværende feil og mangler er mitt ansvar.

fremtredende også for egenkapitalemisjoner som gjøres av selskaper som allerede er børsnoterte. Dette mønsteret har fått noen til å foreslå at selskaper timer sine emisjoner til perioder hvor aksjekursen er høyere enn den reelle verdien, noe som kan være relatert til at det i perioder er mye kapital tilgjengelig og at denne ledige kapitalen både presser aksjekursene opp generelt og er tilgjengelig for selskaper som ønsker å foreta en emisjon.

Figur 1

Den siste empiriske IPO-regulariteten jeg vil ta opp her er at selskaper som børsnoteres i gjennomsnitt har lav langsiktig avkastning sammenlignet med indeksen og sammenlignet med selskaper med samme størrelse på IPO-tidspunktet. Med langsiktig avkastning menes her en gjennomsnittsavkastning over en tre- til fem-års periode etter IPOen. Dette empiriske fenomenet kan også bli forstått som et resultat av timing av egenkapitalemisjoner. Hvis det er slik at en emisjoner gjøres når aksjekursene er kunstig høye, ville en forvente at den langsiktige avkastningen ville bli tilsvarende lav når markedet innser at kursen har vært for høy.

Resten av denne artikkelen vil være en mer detaljert gjennomgang av noe av den akademiske litteraturen som har berørt spørsmål knyttet til hvorfor eierne i et selskap beslutter å børsnotere selskapet. I den forbindelse vil vi også komme nærmere inn på timing av egenkapitalemisjoner og langsiktig avkastning etter emisjoner.²

Hvorfor børsnoterer eierne et selskap?

La oss betrakte et selskap som en strøm av prosjekter. Ifølge standard lærebøker innen finans vil alle prosjekter med positiv nåverdi bli gjennomført. Det er følgelig ingen restriksjoner på tilgjengeligheten av kapital. I det øyeblikk et selskap får for mange prosjekter eller for store prosjekter som må finansieres ved hjelp av egne midler, må selskapet se seg om etter alternative finansieringskilder. Det er her en børsintroduksjon kan bli svaret. Et selskap som er notert på en børs, vil ha lettere tilgang til ny egenkapital. I et slikt perspektiv kan vi forstå en børsintroduksjon som et naturlig steg i et selskaps livssyklus. Med andre ord børsnoteres selskaper for å finansiere videre vekst. Selv om dette trolig er en viktig begrunnelse for mange selskaper, så kan det ikke være den eneste grunnen. Mange selskaper noteres på børs uten nødvendigvis å ha et sterkt behov for ny kapital. Videre er det enda flere selskaper som er børsnotert som aldri kommer tilbake til markedet for å gjøre en egenkapitalemisjon.

Det må følgelig være andre grunner for å børsnotere et selskap. Likviditet i aksjen og kontroll over selskapet spiller sannsynligvis viktige roller. En kan lett tenke seg at eiere i et selskap som ikke er børsnotert isolert sett ville foretrukket at det var et likvid marked i aksjen. Men når ønsket om økt likviditet ses i sammenheng med ønsket om kontroll over selskapet blir valget ikke like enkelt. For å skape likviditet, her forstått som et aktivt marked hvor aksjen lett og billig kan omsettes på børsen uten

2 Deler av det som behandles i denne artikkelen er diskutert mer utførlig i Eckbo, B. Espen, Ronald W. Masulis, and Øyvind Norli, 2007, "Security Offerings", in *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Elsevier/North-Holland, Handbooks in Finance Series, ed. B. Espen Eckbo, Ch. 6. En annen artikkel som behandler noen av de samme temaene er: Ritter, Jay R. and Ivo Welch, 2002, "A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations", *Journal of Finance* 57, 1795-1828. Følgende artikkel er viet fenomenet underprising: Ljungqvist, Alexander, 2007, "IPO Underpricing", in *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Elsevier/North-Holland, Handbooks in Finance Series, ed. B. Espen Eckbo, Ch. 7.

at omsetningen i seg selv driver prisen, må gamle eiere redusere sine andeler slik at et tilstrekkelig antall nye eiere kommer inn i aksjen. Dette reduserer de gamle eiernes grad av kontroll. I denne sammenheng vil en IPO derfor være en avveining mellom ønsket om en likvid aksje og ønsket om å bevare kontrollen.

Det eksisterer forholdsvis mange teoretiske forklaringer på hvorfor eiere velger å børsnotere et selskap. Det finnes derimot relativt få empiriske studier på dette området. Ritter og Welch (2002) forklarer mangelen på empiriske studier med at vi typisk kun observerer og har gode data for selskaper som børsnoteres og at vi tilsvarende ikke har gode data for de selskaper som kunne latt seg børsnotere.³ Senter for Eierforskning (SE) ved Handelshøyskolen BI har tatt mål av seg til å gjøre noe med denne mangelen på data. SE har i samarbeid med CreditInform AS etablert en database med regnskapsdata for populasjonen av selskaper i Norge for perioden 1994-2005, samt eierskapsdata for perioden 2000-2005. Disse dataene har høy kvalitet fordi alle ASA og AS i Norge er pålagt å revidere sine årlige regnskaper. I internasjonal sammenheng representerer disse dataene en unik mulighet til å studere ikke-børsnoterte selskaper generelt. Spesielt åpner dataene for å analysere hvorfor noen selskaper velger å børsnoteres mens andre velger å forbli unoterte.

I alt er det 272.369 unike selskaper i dataene for utvalgsperioden, hvorav kun en forsvinnende liten andel er notert på Oslo Børs. Av de selskapene som er unoterte, tilfredsstillende de fleste ikke kravene Oslo Børs stiller for notering---og er derfor ikke interessante å ta med i en analyse av børsintroduksjonsbeslutningen. For å konstruere et utvalg av selskaper som i praksis kunne blitt notert i et gitt år, har vi satt følgende krav: (1) Selskapet er ikke børsnotert og har ikke før vært børsnotert, (2) selskapet har salgsinntekter for inneværende år og for de foregående tre år, (3) summen av anleggsmidler og omløpsmidler overstiger 500 millioner kroner i inneværende år.⁴ Med disse kravene står vi igjen med et utvalg på omlag 6.600 selskaps-år totalt og mellom 700 og 1.000 selskaper per år for årene 2001 til 2005.⁵ Med dette utvalget mister vi opplagt en god del selskaper som kunne blitt børsnotert, men det viktige i denne sammenhengen er at vi er rimelig sikre på at selskapene vi tar med i analysen kunne blitt notert på Oslo Børs hvis de hadde ønsket det.

Når vi i tillegg til utvalgsriteriene ovenfor tar høyde for at det skal eksistere data for eierskap for selskapene som skal brukes i analysen av børsintroduksjonsbeslutningen, sitter vi igjen med et utvalg på 3.503 selskaper for perioden 2001-2005. Tabell 1 inneholder deskriptiv informasjon for disse selskapene. Vi ser av tabellen at det kun er 52 selskaper som har tilstrekkelig med data og som ble børsnotert i 2001-2005. Dette skyldes i alt hovedsak at analysen krever data om eierskap. Tabellen viser, som forventet, at selskapene i utvalget av selskaper som ikke ble børsnotert (Panel A i Tabell 1) er like store, målt som sum aktiva, som selskapene som ble børsnotert (Panel B i Tabell 1). Driftsinntektene er derimot lavere for selskaper som ikke børsnoteres. Legg også merke til at eierkonsentrasjonen i foregående år (målt ved Herfindahl indeks) er betraktelig lavere for selskaper som børsnoteres. Det motsatte gjelder for andelen institusjonelle eiere. Sammenlignet med selskaper som ikke noteres på børs, er denne andelen omtrent dobbelt så høy for selskaper som børsnoteres.

Tabell 1

For å kunne si noe empirisk om hva som påvirker sannsynligheten for en børsintroduksjon estimerer vi

3 Ritter, Jay R. and Ivo Welch, op. cit.

4 Disse kravene er forholdsvis grovmaskede. Prosjektet har som målsetning og gjøre disse kravene mer treffsikre.

5 Ett selskap obsevert i to år gir oss to selskaps-år.

en Hazard modell. Hazard modeller er tilrettelagt for å analysere data som kjennetegnes ved at observasjonsenheten (et selskap i vår sammenheng) forblir i en tilstand i et antall perioder, for deretter å forlate denne tilstanden. For selskapene i vårt utvalg er den initielle tilstanden å være et unotert selskap. Tilstanden forlattes i det øyeblikk selskapet noteres på Oslo Børs. Hazard modeller er mye brukt for å analysere hvilke tiltak som virker når det gjelder å få arbeidsledige tilbake i arbeid. Shumway (2002) viser at man enkelt kan implementere en Hazard model ved å estimere en Logit-modell der hvert selskapsår betraktes som en uavhengig observasjon.⁶ Enkelt forklart er en Logit-modell en regresjon der de uavhengige variablene forklarer sannsynligheten for å bevege seg fra en tilstand til en annen. Vi bruker $\log(\text{sum aktiva})$, driftsinntekter dividert på sum aktiva, langsiktig gjeld dividert på sum aktiva, eierkonsentrasjon (Herfindahl) og andel institusjonelle eiere til å forklare sannsynligheten for at eierne beslutter å børsnotere selskapet. Tabell 2 viser resultatene fra denne Logit-regresjonen.

Tabell 2

Resultatene i Tabell 2 viser at størrelsen på selskapet er viktig for beslutningen om å børsnotere et selskap. Sannsynligheten for å foreta en børsintroduksjon er lavere for et stort selskap enn for et mindre selskap. Dette skyldes trolig to forhold. Først at selskaper som har vokst seg store har hatt muligheten til å la seg børsnotere i lang tid. Når de ikke har gjort dette tidligere, vil sannsynligheten for å gjøre det i et gitt år være tilsvarende lavere. Det vil si at størrelse til en viss grad kan fange opp og vil være korrelert med andre egenskaper som leder til at selskapet finner det fornuftig å ikke være notert på Oslo Børs. For det andre er det mest sannsynlig slik at store selskaper har tilgang til den kapitalen de trenger for å vokse og er derfor mindre avhengig av markedet. Driftsinntekter og langsiktig gjeld ser ikke ut til å påvirke sannsynligheten for en børsintroduksjon på en statistisk signifikant måte. Eierstruktur ser derimot ut til å være svært viktig. Redusert eierkonsentrasjon øker sannsynligheten for en børsintroduksjon. Det finnes minst to tolkninger av dette resultatet. Resultatet kan skyldes at selskaper forbereder seg på en børsintroduksjon ved å redusere eierkonsentrasjonen i årene før de børsnoteres. En alternativ tolkning er at eierne i selskaper med høy eierkonsentrasjon ikke er villig til å la seg “vanne ut” fordi dette innebærer tap av kontroll. Logit-regresjonen i Tabell 2 viser også at andelen institusjonelle eiere påvirker beslutningen om børsintroduksjon. Et selskap med et sterkt innslag av institusjonelle eiere vil med større sannsynlighet foreta en børsintroduksjon enn et tilsvarende selskap med færre institusjonelle eiere.

I sum viser resultatene fra Logit-regresjonen i Tabell 2 at eierstruktur er en vesentlig faktor ved børsintroduksjoner. Videre analyse må avdekke om dette kun skyldes at selskaper som planlegger en børsintroduksjon starter tidlig med endringer i eierstrukturen eller om eierstrukturen i seg selv er viktig for denne beslutningen.

Timing av emisjoner og langsiktig avkastning

Som det fremgår av Figur 1 så varierer antall børsintroduksjoner kraftig over tid. Det er ikke rimelig å anta at eierstruktur og øvrige selskapsspesifikke faktorer varierer like mye. Derfor må det også være andre faktorer som påvirker børsintroduksjonsbeslutningen. Det har blitt foreslått at grunnen til at aktiviteten varierer er at selskaper som vurderer å foreta en børsintroduksjon benytter anledningen til å

6 Shumway, Tyler, 2001, “Forecasting Bankruptcy more Efficiently: A Simple Hazard Model”, *Journal of Business* 74, 101-124.

emittere ny egenkapital når markedet er overoptimistisk med tanke på fremtidig inntjening generelt eller innenfor spesielle industrier. Fra selskapets ståsted vil dette fremstå som en mulighet til å skaffe billig kapital. Denne hypotesen refereres ofte til som “Windows-of-opportunity”. Det er ikke klart hva som skaper slike åpninger hvor kapital er billig, men implikasjonen er derimot klar. Hvis markedet er forbigående optimistisk når det gjelder fremtidig inntjening, vil en forvente at den langsiktige avkastningen til selskaper som henter inn kapital gjennom en børsintroduksjon vil bli lav fordi markedet justerer ned sine inntjeningsforventninger. Figur 2 gir tilsynelatende støtte for dette synet.

Figur 2

I Figur 2 har vi plottet hvordan verdien av \$1 hadde utviklet seg mellom 1973 og 2002 hvis man hadde investert i Nasdaq-indeksen, i et risiko-fritt verdipapir (30-dagers Treasury Bills) og i en portefølje av selskaper som foretok en IPO. IPO-porteføljen er konstruert som en likeveiet portefølje av selskaper som holdes i porteføljen fra begynnelsen av første måned etter IPOen og i de neste fem årene (eventuelt frem til selskapet blir kjøpt opp eller tas av børs av andre grunner.) Figur 2 viser at IPO-porteføljen har hatt svært lav avkastning i denne perioden. Nasdaq indeksen har i gjennomsnitt hatt en månedlig avkastning på 1.05%, som resulterer i at \$1 vokser til \$41.9 i løpet av de 29 årene mellom 1973 og 2001. Til sammenligning har IPO-porteføljen kun hatt en månedlig avkastning på 0.85%. Et beløp investert i IPO-porteføljen i januar 1973 ville derfor kun være verdt omtrent halvparten av det samme beløpet investert i Nasdaq-indeksen hvis investeringen ble holdt frem til slutten av 2001.

Den lave avkastningen for IPO-porteføljen i Figuren 2 er konsistent med at selskaper timer emisjoner slik at egenkapital selges til for høye priser. Selv om slik timing forklarer den lave avkastningen, forklarer det ikke uten videre hvordan IPO-aktiviteten varierer over tid slik vi ser det i Figur 1. Hvis bevisst timing er forklaringen på både den lave avkastningen og variasjon i IPO-aktiviteten, må overprisingen gjelde mange selskaper samtidig (enten hele markedet eller vesentlige deler av markedet.) Baker og Wurgler (2000) finner at andelen egenkapital i all ny kapital som emitteres i USA, predikerer fremtidig avkastning i markedet.⁷ De finner at markedsavkastningen i perioder etter at det er emittert mye egenkapital er vesentlig lavere enn etter perioder hvor det emitteres lite egenkapital. Dette empiriske funnet kan tolkes på flere måter. Baker og Wurgler argumenterer for at ledelsen i selskaper som foretar en egenkapitalemisjon har evnen til å time aksjemarkedet. Senere har Baker, Ruback og Wurgler (2007) argumentert for at det alternativt er mulig at alle investorer, av en eller annen grunn, av og til er for optimistiske som gruppe og at selskaper emitterer når ledelsen føler at kursen er høy.⁸

Det virker besnærende og overbevisende å kunne forklare den lave langsiktige avkastningen til IPO-porteføljen med at investorer er overoptimistiske. Denne hypotesen føyer seg fint inn blant andre hypoteser i den delen av finans som i løpet av de siste 10-15 årene er blitt kjent som “Behavioral Finance.” På tross av at forklaringen virker rimelig er det ikke klart hvorfor denne lave avkastningen har vedvart. Et selskap som blir børsnotert vil være en likvid aksje slik at det skulle være fullt mulig å selge aksjene i selskapet short.

7 Baker, Malcolm and Jeffrey Wurgler, 2000, “The Equity Share in New Issues and Aggregate Stock Returns, *Journal of Finance* 55, 2219-2257.

8 Baker, Malcolm, Richard S. Ruback, and Jeffrey Wurgler, 2007, “Behavioral Corporate Finance”, in *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Elsevier/North-Holland, Handbooks in Finance Series, ed. B. Espen Eckbo, Ch. 4.

Grunnen til at det ikke er nok investorer som shorter IPO-selskaper kan være at de faktisk har lavere systematisk risiko enn gjennomsnittet av Nasdaq-selskaper. Ved første gangs gjennomtenkning høres ikke dette rimelig ut. De fleste av oss vil tenke på selskaper som nettopp har blitt børsnotert som en mer risikabel investering enn gjennomsnittsselskapet. Men de fleste av oss vil i denne sammenhengen da tenke på total risiko. Som kjent er ikke dette det relevante risikobegrepet når vi skal vurdere om realisert avkastning er høy eller lav. For en slik vurdering trenger vi en benchmark som kun fanger opp systematisk risiko (dvs. risiko som ikke kan reduseres gjennom diversifisering.) Eckbo og Norli (2005) konstruerer flere slike benchmarks.⁹ En benchmark tar blant annet høyde for at IPO-selskaper typisk er mer likvide enn selskaper av samme størrelse. En annen benchmark er konstruert med utgangspunkt i makroøkonomiske faktorer som er kjent for å være viktige for forventet avkastning. Eckbo og Norli viser at det er fullt mulig at den lave langsiktige avkastningen til IPO porteføljen er konsistent med at denne porteføljen har lavere systematisk risiko enn gjennomsnittsselskapene representert ved Nasdaq-porteføljen.

Senere teoretiske argumenter har gitt dypere innsikt i hva som leder til at IPO-selskaper har lavere systematisk risiko. Carlson, Fisher og Giammarino (2005,2006) påpeker at et selskap med fremtidige vekstmuligheter kan betraktes som en portefølje av realopsjoner.¹⁰ En realopsjon kan for eksempel være muligheten til å investere et gitt beløp for å etablere seg i et nytt markedssegment. Når det gjelder verdi og risiko, oppfører realopsjoner seg på samme måte som finansielle opsjoner. Det er blant annet slik at den systematiske risikoen til en opsjon er langt høyere enn den systematiske risikoen til det underliggende aktivum. For en realopsjon er det underliggende aktivum nåverdien av de fremtidige kontantstrømmer generert av prosjektet som er knyttet til realopsjonen. Hvis vi tenker oss at det er et definerbart prosjekt å etablere seg i et nytt markedssegment, så er nåverdien av kontantstrømmene fra det nye markedssegmentet å betrakte som det underliggende aktivum for en realopsjonen.

Carlson, Fisher og Giammarino bruker realopsjoner for å forklare hvorfor selskaper som emitterer egenkapital må ha lavere fremtidig systematisk risiko enn tilsvarende selskaper som ikke emitterer egenkapital. Et selskap som skaffer kapital gjennom ny egenkapital vil typisk bruke denne kapitalen for å investere i lønnsomme prosjekter. Det selskapet da gjør, er å ta noen av sine realopsjoner og bytte de mot det underliggende aktivum. Fordi opsjoner har mye høyere systematisk risiko enn det underliggende aktivum (les: prosjektet), vil den systematiske risikoen gå ned etter en emisjon. I et aksjemarked som fungerer er dette ensbetydende med at fremtidig avkastning vil gå ned. Når slike selskaper sammenlignes med ellers like selskaper som ikke bytter opsjoner mot underliggende prosjekter, vil det nødvendigvis være forskjell i fremtidig langsiktig avkastning. Det vesentlige her er at denne forskjellen reflekterer ulik systematisk risiko.

Oppsummering

Denne artikkelen har tatt for seg en liten del av en svært omfattende akademisk litteratur om børsintroduksjoner. På tross av det store omfanget av denne litteraturen, finnes det lite empirisk forskning om hva som påvirker et selskaps beslutning om å la seg børsnotere. Hovedforklaringen for dette er at forskere typisk kun observere data for de selskaper som velger å notere selskapet på børsen

9 Eckbo, B. Espen og Øyvind Norli, 2007, "Liquidity risk, Leverage and Long-Run IPO Returns", *Journal of Corporate Finance* 11, 1-39.

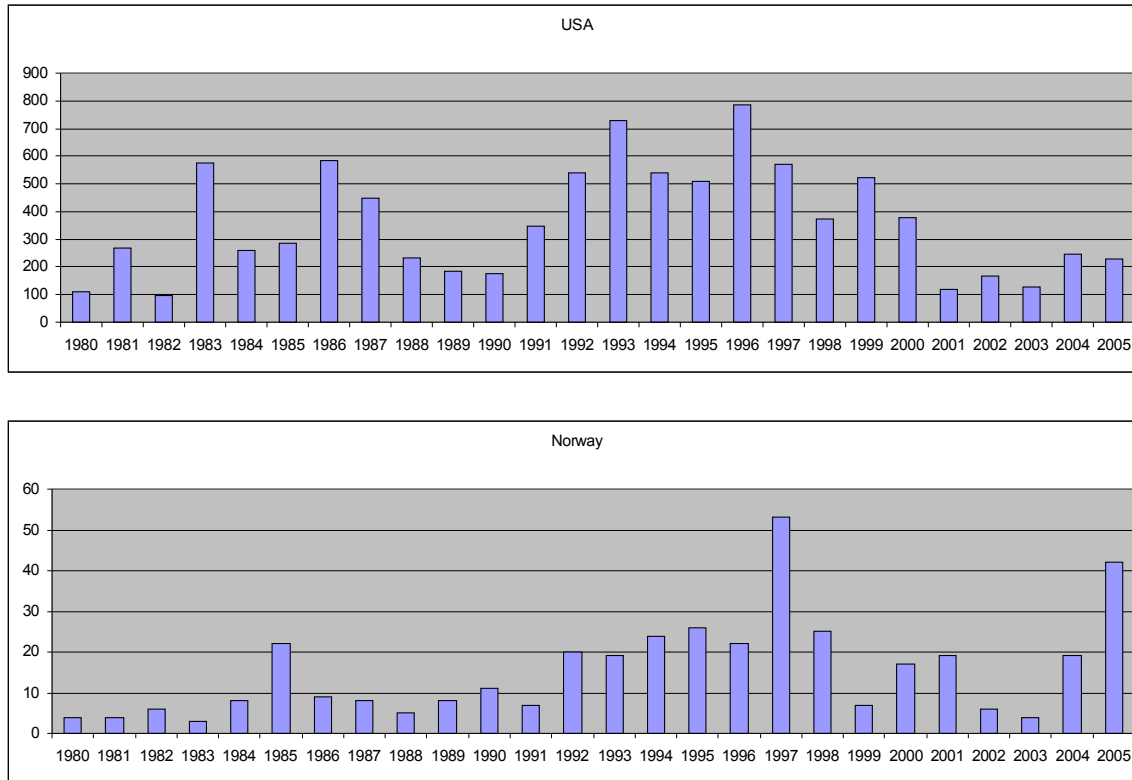
10 Carlson, Murray, Adlai Fisher og Ron Giammarino, 2005, "Corporate Investments and Asset Price Dynamics: Implications for the Cross-Section of Returns", *Journal of Finance* 60, 2577-2603. Carlson, Murray, Adlai Fisher og Ron Giammarino, 2006, "Corporate Investments and Asset Price Dynamics: Implications for SEO event studies and long-run performance", *Journal of Finance* 61, 1009-1034.

og ikke for selskaper som velger å forbli unoterte. Senter for Eierforskning ved Handelshøyskolen BI har startet et prosjekt hvor målsetningen er å belyse spørsmålet om hva som påvirker valget om å foreta en børsintroduksjon. Senteret har i samarbeid med CreditInform AS etablert en database som omfatter regnskaps- og eierskapsdata for populasjonen av selskaper registrert i Brønnøysund. Resultater fra dette prosjektet viser, ikke overraskende, at eierkonsentrasjon og andel institusjonelle investorer påvirker børsintroduksjonsbeslutningen. Økt andel institusjonelle eiere og redusert eierkonsentrasjon øker begge sannsynligheten for at et selskap velger å foreta en børsintroduksjon.

Artikkelen argumenter også for at den lave langsiktige avkastningen som observeres for selskaper som har foretatt en børsintroduksjon kan forklares med lav systematisk risiko for en portefølje av disse selskapene. Den lave risikoen drives av det faktum at pengene selskapene får gjennom emisjonen brukes til å investere i lønnsomme prosjekter. Fordi disse prosjektene har lavere systematisk risiko enn (real) opsjonen på å gjennomføre prosjektene, går systematisk risiko ned etter en børsintroduksjon spesielt og etter egenkapitalemisjoner generelt.

Figur 1:
Antall børsintroduksjoner i USA og Norge i perioden 1980-2005

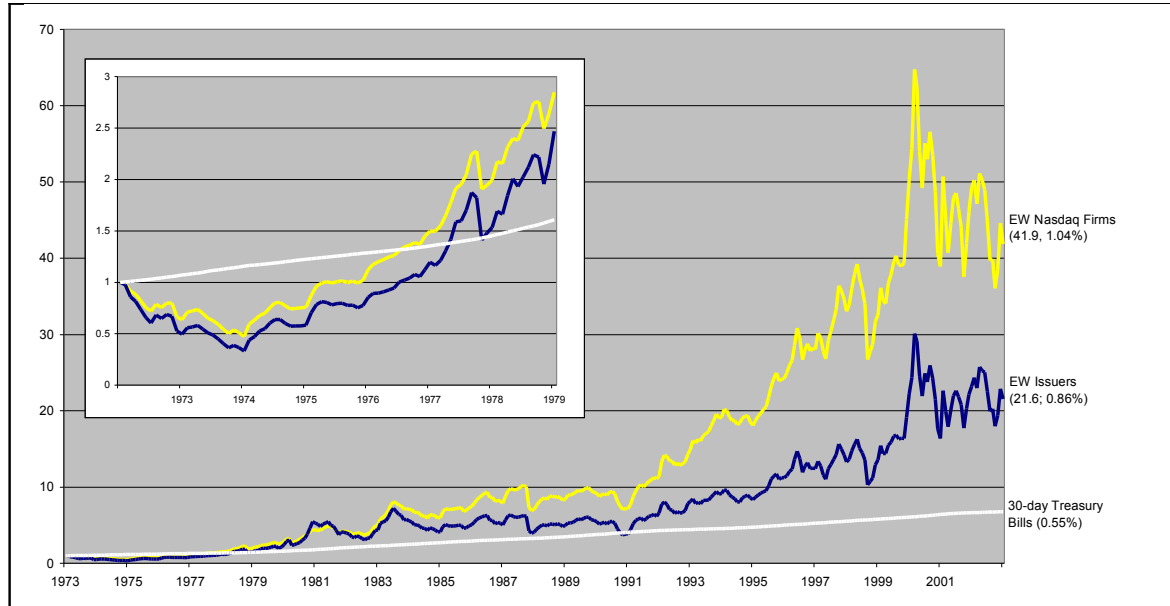
Børsintroduksjoner i USA ekskluderer selskaper som emitterer både aksjer og warrants i forbindelse med børsintroduksjonen (såkalte “unit offerings.”)



Kilde: Thompson Financial (SDC) for data fra USA og Oslo Børs for Norske data.

Figur 2:
Avkastning på Nasdaq-indeksen, 30-dagers Treasury Bills, og en likeveier portefølje av IPO-selskaper , 1973-2001

Figuren viser hva \$1 hadde vokst til hvis du i 1973 hadde investert i henholdsvis Nasdaq-indeksen, 30-dagers Treasury Bills, og en likeveier portefølje av amerikanske selskaper som har foretatt en børsintroduksjon på New York Stock Exchange (NYSE), the American Stock Exchange (AMEX), eller Nasdaq i perioden 1973-2001. IPO-selskapene holdes i porteføljen i fem år eller inntil de av en eller annen grunn tas av børs.



Kilde: Eckbo, B. Espen og Øyvind Norli, 2007, "Liquidity risk, Leverage and Long-Run IPO Returns", *Journal of Corporate Finance* 11, 1-39.

Tabell 1
Deskriptiv statistikk, 2001-2005.

Utvalget i denne tabellen velges fra populasjonen av selskaper registrert i Brønnøysund i perioden 2001 til 2005. For å bli med i utvalget i Panel A nedenfor må et selskapsår tilfredsstillende følgende krav: (1) Selskapet er ikke børsnotert og har ikke før vært børsnotert, (2) selskapet har salgsinntekter for inneværende år og for de foregående tre år, (3) summen av anleggsmidler og omløpsmidler overstiger 500 millioner kroner i inneværende år. Et selskap observert i to år gir data for to selskaps-år.

Variabel	Antall observasjoner	Gjennomsnitt
A. Selskaps-år hvor selskapet ikke ble børsnotert		
Sum aktiva	3451	3791 millioner Kr.
Salgsinntekter	3451	1214 millioner Kr.
Langsiktig gjeld	3451	1158 millioner Kr.
Eierkonsentrasjon (Herfindahl)	3451	81.90%
Andel institusjonelle eiere	3451	6.45%
B. Selskaps-år hvor selskapet ble børsnotert		
Sum aktiva	52	3876 millioner Kr.
Salgsinntekter	52	3059 millioner Kr.
Langsiktig gjeld	52	1607 millioner Kr.
Eierkonsentrasjon (Herfindahl)	52	44.90%
Andel institusjonelle eiere	52	11.07%

Tabell 2

Logit regresjon for sannsynligheten av å børsnotere et selskap, 2001-2005.

Utvalget i denne tabellen velges fra populasjonen av selskaper registrert i Brønnøysund i perioden 2001 til 2005. For å bli med i utvalget i Panel A nedenfor må et selskapsår tilfredsstillende følgende krav: (1) Selskapet er ikke børsnotert og har ikke før vært børsnotert, (2) selskapet har salgsinntekter for inneværende år og for de foregående tre år, (3) summen av anleggsmidler og omløpsmidler overstiger 500 millioner kroner i inneværende år. Avhengig variabel i Logit regresjonen er en dummy variabel som tar verdien 1 hvis et selskap har foretatt en børsintroduksjon i løpet av året og er ellers lik 0.

Variabel	Koeffisient	z	P> z
Konstantledd	2.82	4.85	0,000
Sum aktiva	-0.79	-9.55	0,000
Salgsinntekter	-0.20	-0.88	0,378
Langsiktig gjeld	-0.00	-1.51	0,131
Eierkonsentrasjon (Herfindahl)	-3.37	-7.36	0,000
Andel institusjonelle eiere	0.02	3.15	0,002