



**Företagsekonomiska institutionen
EKONOMIHÖGSKOLAN VID
LUNDS UNIVERSITET**

**Magisteruppsats i finansiering
Januari 2003**

Motiv för börsintroduktion

En studie av de bolag som börsintroducerades 1997

Författare
Rickard Lindgren
Lena Markstedt
Caroline Moberg

Handledare
Måns Kjellsson

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1. INLEDNING	5
1.1 Bakgrund	5
1.2 Problemformulering	5
1.3 Syfte	6
1.4 Målgrupp	6
1.5 Avgränsningar	6
1.6 Definitioner	7
1.7 Vidare disposition	7
2. METOD	8
2.1 Vetenskapligt angreppssätt	8
2.2 Undersökningsmetod	8
2.3 Utformning av intervjuerna	9
2.4 Arbetsgång	10
2.4.1 Litteraturstudier	10
2.4.2 Dokumentinsamling och behandling	11
2.4.2.1 Val av undersökningsår	11
2.4.2.2 Prospekten	11
2.4.2.3 Behandling av prospekten.	11
2.4.3 Vår undersökningsgrupp	12
2.4.4 Intervjuprocessen	13
2.4.4.1 Behandling av intervjuerna	13
2.5 Källkritik	14
2.5.1 Källkritik av prospektundersökningen	14
2.5.2 Källkritik av intervjuundersökningen	15
3. PRAKTISK REFERENSRAM	17
3.1 Stockholmsbörsens historia	17
3.1.1 Andra svenska marknadsplatser	18
3.2 Börsintroduktionernas utveckling på Stockholmsbörsen	18
3.3 Börsintroduktionshistoria	20
3.4 Börsintroduktionsprocessen	20
3.4.1 Noteringsprospektet	22
3.4.2 Noteringskrav	23
3.4.2.1 Attract 40 och Mest omsatta	24
4. TEORI	25
4.1 Inledning	25
4.2 Internationellt perspektiv	26

4.2.1 Jämförelse mellan USA och Europa	26
4.2.2 Jämförelse mellan USA och Sverige	26
4.3 Diskussioner kring motiv för en börsintroduktion	28
4.3.1 Kapitalrelaterade motiv	28
4.3.1.1 Kapitalanskaffning	28
4.3.1.2 Likviditet i aktien	29
4.3.2 Publicitetsrelaterade motiv	30
4.3.3 Personalrelaterade motiv	30
4.3.4 Tidpunktsrelaterade motiv	31
4.3.5 Övriga diskussioner	32
4.3.5.1 Ägarstruktur	32
4.3.5.2 ”Trade-off” mellan riskspridnings- och informationskostnader	32
4.3.5.3 Negativa aspekter med en börsintroduktion	33
5. RESULTAT AV UNDERSÖKNINGARNA	35
5.1 Undersökning av börsintroduktionsprospekten	35
5.1.1 Kapitalrelaterade motiv	36
5.1.1.1 Kapitalanskaffning	36
5.1.1.2 Aktier som likvid vid förvärv	37
5.1.1.3 Likviditet i aktien	37
5.1.2 Publicitetsrelaterade motiv	38
5.1.2.1 Stärkt företagsprofil	38
5.1.2.2 Ökad uppmärksamhet på produkter och varumärken	38
5.1.2.3 Kvalitetsstämpel	38
5.1.3 Personalrelaterade motiv	39
5.1.3.1 Möjlighet till delägarskap	39
5.1.3.2 Underlätta rekrytering av personal	39
5.1.3.3 Motivation av personal	39
5.1.4 Tidpunktsrelaterade motiv	39
5.1.5 Sammanfattning av motiv till börsintroduktion	40
5.2 Sammanställning av intervjuundersökningen	42
5.2.1 De kapitalrelaterade motiven	43
5.2.1.1 Fortsatt expansion genom förvärv	43
5.2.1.2 Tillgången till riskkapital	44
5.2.1.3 Aktier som likvid vid förvärv	45
5.2.1.4 Likviditet i aktien	45
5.2.2 De publicitetsrelaterade motiven	45
5.2.2.1 Positiv exponering	46
5.2.2.2 Positiv och negativ exponering	46
5.2.2.3 För lite publicitet	47
5.2.2.4 Kvalitetsstämpel	47
5.2.3 Personalrelaterade motiv	48
5.2.3.1 Underlätta rekrytering av personal	48
5.2.3.2 Motivation av personal	48
5.2.4 Tidpunktsrelaterade motiv	49
5.2.5 Övriga kommentarer under intervjuerna	49
5.2.5.1 Informationsgivning	49
5.2.5.2 Kvartalsrapportering	51
5.2.5.3 Kostnader för att vara börsnoterad	51

Motiv för börsintroduktion
En studie av de bolag som börsintroducerades 1997

5.2.5.4 Ägarrelaterade motiv _____	52
5.2.5.5 Var börsintroduktionen den bästa lösningen för bolaget? _____	53
5.2.6 Sammanfattning av kommentarer under intervjuerna _____	54
6. ANALYS _____	56
6.1 Prospektundersökningen _____	56
6.1.1 Generella aspekter _____	56
6.1.2 Jämförelse med teorin _____	57
6.1.2.1 Kapitalrelaterade motiv _____	57
6.1.2.2 Publicitetsrelaterade motiv _____	58
6.1.2.3 Personalrelaterade motiv _____	59
6.1.2.4 Tidpunktsrelaterade motiv _____	59
6.2 Intervjuundersökningen _____	60
6.2.1 Jämförelse med teori _____	60
6.2.1.1 Kapitalrelaterade motiv _____	60
6.2.1.2 Publicitetsrelaterade motiv _____	62
6.2.1.3 Personalrelaterade motiv _____	63
6.2.1.4 Tidpunktsrelaterade motiv _____	63
6.2.1.5 Övriga kommentarer under intervjuerna _____	64
7. SLUTSATS OCH FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING _____	66
7.1 Slutsats _____	66
7.2 Förslag till vidare forskning _____	67
8. KÄLLFÖRTECKNING _____	68
9. APPENDIX _____	71
9.1 Frågor inför telefonintervju _____	71

1. INLEDNING

I följande kapitel introducerar vi vårt ämnesval. Vi redogör för bakgrunden till valet av ämne och varför vi anser ämnet vara intressant att undersöka. Syftet med uppsatsen presenteras och kapitlet avslutas med en vidare disposition för att öka överskådligheten av det fortsatta innehållet i uppsatsen.

1.1 Bakgrund

Börsintroduktioner har under de senaste åren fått allt mer uppmärksamhet i media och även i vetenskapliga kretsar. En förklaring till detta är den ökning i antalet börsintroduktioner som man kunnat se under de senaste decennierna. På Stockholmsbörsen var antalet noterade bolag oförändrat under många år, en utveckling som höll i sig ända in på 1980-talet. Antalet börsintroduktioner per år var relativt lågt, och ofta motsvarades detta antal mer eller mindre av antalet avnoterade bolag, så att det vid årets slut var lika många bolag som vid årets början. Under 1980- och 1990-talet börsintroducerades fler bolag än någonsin tidigare. 1981 var ungefär 100 bolag noterade på Stockholmsbörsen (Högholm & Rydqvist 1993, s.28), medan det idag är över 300 bolag noterade.

En annan förklaring till att börsintroduktioner fått ökad uppmärksamhet är att antalet intressenter är mångdubbelt större än för 20 år sedan, då fler personer sparar i aktier idag och allmänhetens möjligheter att köpa aktier i samband med börsintroduktioner är mycket större nu än de var för 30 år sedan (Högholm & Rydqvist 1993, s.4). Denna utveckling innebär även att börsintroduktioner har blivit mer attraktiva som forskningsområde, vilket man tydligt kan se på det ökade antalet artiklar som publicerats i framstående ekonomiska tidskrifter inom detta ämne på senare år.

Varför man väljer att börsintroducera ett bolag och vilka specifika argument som anges som grund för detta beslut, är ett ofta förekommande ämne i den forskning som görs inom området. En aspekt som dock tyckts ha ignorerats är huruvida börsintroduktionen har visat sig vara något positivt eller negativt för bolaget, det vill säga de kvalitativa aspekterna. Det som det istället har forskats kring, är kvantitativa studier där man exempelvis mätt underprissättning eller huruvida bolagets ägarstruktur förändrats efter börsintroduktionen.

1.2 Problemformulering

Efter att ha läst artiklar som behandlar motiv för en börsintroduktion och relaterade fenomen, blev vi mycket intresserade av detta ämne. Vad vi undrade var om de motiv som anges i dessa artiklar överensstämmer med de motiv som bolagen angivit i börsintroduktionsprospekten.

Vidare upptäckte vi att det fortfarande fanns en fråga, som vi efter läsning av litteratur

i ämnet fortfarande inte tyckte oss ha fått svar på, nämligen huruvida bolagen anser att de uppnått vad de önskat med börsintroduktionen och vilka effekter en börsintroduktion kan ha haft för bolaget.

En börsintroduktion föregås vanligen av en avvägning av för- och nackdelarna med att vara börsnoterad. Faller valet på att genomföra en börsintroduktion så är förmodligen skälen för detta tillräckligt starka för att uppväga de problem som en introduktion kan innebära. I prospektet som ges ut till marknaden anges ju ett antal motiv till varför man väljer att börsintroducera bolaget. Är det så att de bolag som är kvar på börsen upplever att målet med motiven att börsintroduceras har uppfyllts eftersom de stannat kvar på börsen? Har det visat sig att börsintroduktionen haft effekter som man inte hade väntat sig? Är det så att det även fanns andra underliggande motiv för börsintroduktionen som bolaget av olika skäl valt att utelämna i prospektet?

Eftersom det finns andra alternativ för ett bolags fortsatta utveckling, känns det lämpligt att slutligen ställa frågan om en börsintroduktion var den bästa lösningen för bolaget?

1.3 Syfte

Vårt syfte är att undersöka vilka motiv för börsintroduktion som angavs av de svenska bolag som noterades på Stockholmsbörsen 1997 och att undersöka huruvida bolagens ledning anser att målen med de angivna motiven har motsvarat förväntningarna, samt att undersöka vilka andra eventuella effekter börsintroduktionen har medfört.

1.4 Målgrupp

Målgruppen med denna uppsats är framförallt studenter i företagsekonomi. Författarnas förhoppning är dock att uppsatsen kommer att läsas av alla och envar som är intresserade av att veta mer om detta ämne. Vissa förkunskaper i företagsekonomi underlättar förståelsen för de begrepp och det tänkande som används i uppsatsen.

1.5 Avgränsningar

Vi har redan i vårt syfte begränsat oss till att undersöka endast de bolag som börsnoterades på Stockholmsbörsen under 1997. Detta utesluter alltså de bolag som under detta år noterats på någon annan marknadsplats i Sverige (såsom NGM, Aktietorget etc.) samt bolag som börsnoterats något annat år än 1997.

Under arbetets gång har vi fått göra ytterligare avgränsningar relaterade till de rambetingelser som gäller för denna uppsats. Detta gäller framförallt den begränsade mängd tid vi haft till vårt förfogande. Dessa avgränsningar beskrivs närmare i metodkapitlet som följer efter detta inledande kapitel.

1.6 Definitioner

Börsnotering, som enligt Gometz et al (1997) är en introduktion på O-listan är det begrepp Stockholmsbörsen själv använder i sitt publicerade material som ett samlingsnamn för alla typer av börsintroduktioner, oavsett lista. Vi kommer att använda denna term synonymt med termen börsintroduktion.

IPO (Initial Public Offering) är den engelska term som oftast anges för att beteckna en börsintroduktion. Notera att en IPO innebär att bolaget emitterar nya aktier samtidigt som det börsnoteras.

1.7 Vidare disposition

Kapitel 2 är vårt metodkapitel där vi beskriver vilket vetenskapligt angreppssätt vi har valt och vår undersökningsmetod. Vidare innehåller kapitlet en presentation av arbetsgången där vi beskriver vår forskningsprocess.

Kapitel 3 utgör en praktisk referensram. Denna innehåller en presentation av Stockholmsbörsen, en genomgång av vad en börsintroduktion innebär, allmän fakta om börsintroduktioner samt en genomgång av hur börsintroduktionsprocessen ser ut.

Kapitel 4 är vårt teorikapitel. Detta består av en internationell jämförelse av börsintroduktioner och diskussioner förda kring motiv för och emot en börsintroduktion.

Kapitel 5 är vårt resultatkapitel där vi presenterar vår undersökning som består av två delar. Den första delen behandlar de motiv som angivits av bolagen i noteringsprospekten. Den andra delen består av de intervjuer vi gjort med ledningspersoner från de bolag som ingår i denna del av vår undersökning.

Kapitel 6 innehåller vår analys av undersökningen, där vi evaluerar de resultat som undersökningen med dess två delar genererat.

Kapitel 7 innehåller vår slutsats där vi presenterar essensen av vad vi har kommit fram till och även ger förslag till vidare forskning.

2. METOD

I följande kapitel beskriver vi vilket vetenskapligt angreppssätt vi har valt och vår undersökningsmetod. Vidare innehåller kapitlet en presentation av arbetsgången, där vi beskriver vår forskningsprocess. Kapitlet avslutas med källkritik av både den insamlade datan och den genomförda undersökningen.

2.1 Vetenskapligt angreppssätt

I princip kan en undersökning göras med två olika angreppssätt, deduktiv respektive induktiv metod eller bevisandets respektive upptäckens väg, men även en kombination av dessa, den så kallade hypotetiskt -deduktiva metoden förekommer (Holme & Solvang 1997, s.150). Ett deduktivt angreppssätt utgår från teorier och formulerar hypoteser som sedan provas i verkligheten. Ett induktivt angreppssätt kännetecknas av att undersökningen utgår från empiriska data utifrån vilka man sedan formulerar en teori.

För att uppnå vårt syfte har vi valt ett deduktivt angreppssätt för uppsatsen som helhet, men i vissa delar av undersökningen förekommer även inslag av annan karaktär. För det första har vi behandlat det insamlade materialet (prospekten), utifrån vad som skrivits i vetenskapliga artiklar avseende motiv för börsintroduktioner, vilket är ett tydligt deduktivt angreppssätt.

Vetenskapliga artiklar och därtill prospektet har sedan legat till grund för den fortsatta undersökningen, nämligen intervjuundersökningen. Denna del av undersökningen har vi dock givit en annan karaktär för att vi skall kunna uppfylla den andra delen av vårt syfte, nämligen att undersöka om målen med motiven för börsintroduktionen har motsvarat förväntningarna och om börsintroduktionen eventuellt medfört andra effekter. Eftersom denna del av vårt syfte har en explorativ karaktär, har detta även medfört att intervjudelen av undersökningen har en sådan karaktär.

Med uppsatsen gör vi således en ansats att undersöka om teori och verklighet överensstämmer eller om där råder diskrepans.

2.2 Undersökningsmetod

Metoden delas i den samhällsvetenskapliga litteraturen ofta upp i två typer av metoder: kvalitativ och kvantitativ metod. Den viktigaste skillnaden mellan kvalitativ och kvantitativ metod är hur man använder sig av siffror och statistik (Holme & Solvang 1997, s.13). Statistiska mätmetoder spelar en central roll i analyser av kvantitativ information, emedan kvalitativa metoder primärt har ett förstående syfte där vi genom att på olika sätt samla in information dels kan få en djupare förståelse av

det problemkomplex som studeras, dels kan beskriva helheten av det sammanhang som detta inryms i. (Holme & Solvang 1997, s.14)

Vi har som helhet genomfört en kvalitativ studie, då denna undersökningsmetod väl passar vårt syfte. Vår undersökning innehåller emellertid, som redan nämnts, två olika delar med olika karaktär.

Den första är en undersökning av prospekten, där vi undersöker de motiv som angivits av bolagen för den förestående börsintroduktionen. Dessa motiv jämför vi sedan med vad som framkommit av den vetenskapliga litteraturen. Denna del av undersökningen kan snarare bedömas vara en kvantitativ studie eftersom klassificeringen och uppdelningen av motiven närmast torde kunna beskrivas som en kvantitativ sortering. Vi har valt att benämna denna del av undersökningen en kvantitativ förberedelse inför den kvalitativa studien.

Den andra delen består av kvalitativa intervjuer, det vill säga utformningen av dessa intervjuer förutsätter att frågorna till en början skall vara så öppna som möjligt då skälet till detta är att man vill erhålla spontan information om företeelser, attityder, och dylikt.(Svensson & Starrin 1996, s.63).

Anledningen till vi har valt att genomföra kvalitativa intervjuer beror på att vårt syfte kräver detta, då vi är intresserade av att till exempel försöka förstå människors sätt att resonera eller reagera, eller att särskilja eller urskilja varierande handlingsmönster, och då är en kvalitativ studie rimlig. Om frågeställningen gäller att förstå eller att hitta ett mönster så skall man göra en kvalitativ studie (Trost 1997, s.15-16), vilket styrker vårt val av undersökningsmetod.

2.3 Utformning av intervjuerna

Intervjuer kan generellt sett beskrivas med hjälp av två olika begrepp: standardisering och strukturering.

Med standardisering menar man till vilken grad frågorna är desamma och situationen är densamma för alla intervjuade. Hög grad av standardisering innebär avsaknad av variation, allt är likadant för alla. Låg grad av standardisering innebär att man formulerar sig till exempel efter den intervjuades språkbruk, man tar frågorna i den ordning de passar och den intervjuade får gärna styra ordningsföljden och följdfrågor formuleras beroende av tidigare svar. Vid låg standardisering är variationsmöjligheterna stora (Trost 1997, s.19).

Våra intervjuer har haft en låg grad av standardisering. Först och främst har vi varit tre olika personer som har genomfört intervjuerna, vilket medför att vi oundvikligen satt vår personliga prägel på intervjuerna. Situationen har mer eller mindre varit den samma för alla vi har intervjuat, i den bemärkelse att alla intervjuer har genomförts per telefon. Ser man dock situationen ur andra perspektiv kan vi inte hävda att den varit den samma för respondenterna, då olika faktorer så som tidspress, arbetsbelastning och attityd kommit att spela en stor roll.

Längden på intervjuerna har också varierat: från 10 minuter till 45 minuter, beroende på respondentens benägenhet och intresse att besvara våra frågor. Under telefonintervjuerna har vi till hög grad försökt att anpassa vår intervju efter respondentens svar på frågorna, vilket medfört att följdfrågor och ordningsföljden på frågorna kommit att variera.

Med strukturering menas i huvudsak två vitt skilda företeelser (Trost 1997 s 20-21), dels frågornas struktur och dels intervjuens struktur. För det första kan strukturering referera till om frågorna i en intervju eller i ett formulär är öppna eller har fasta svarsalternativ. Är svarsmöjligheterna öppna så är frågan ostrukturerad. Om man använder begreppet strukturering med denna betydelse har våra frågor och intervjuer varit ostrukturerade. De frågor som vi föreberett respondenterna med har varit öppna i sin utformning för att inte låsa respondenten vid ett svarsalternativ och för att lägga grunden till en öppen intervju.

Den andra nämnda företeelsen behandlar intervjuens struktur; frågorna anses då vara strukturerade om man håller sig till ett område och inte till flera. I denna bemärkelse är våra intervjuer mycket strukturerade, då vi enbart behandlat ett och samma ämne.

Rent allmänt kan man säga att de kvalitativa intervjuer, som man gör i exempelvis forskningssammanhang, utmärks av hög grad av strukturering och låg grad av standardisering (Trost 1997, s.22), vilket även torde vara fallet i vår undersökning.

2.4 Arbetsgång

I detta avsnitt vill vi åskådliggöra hur vårt arbete med uppsatsen fortskridit. Vi har under arbetes gång varit tvungna att göra en rad avvägningar och val, vilka självfallet kommit att prägla uppsatsens utformning. Vi vill därför i detta avsnitt redogöra för dessa avvägningar för att läsaren skall kunna följa vår tankegång under uppsatsprocessen.

2.4.1 Litteraturstudier

För att inhämta kunskap om ämnet började vi med att söka vetenskapliga artiklar som skrivits inom området. Databaserna vid Ekonomiska biblioteket gav oss många träffar på sökorden: "IPO" (Initial Public Offering), "Motives for going public" och "börsintroduktion". Vidare tittade vi även i referenslistan på de artiklar vi hittat och kunde på så vis gå vidare och hitta fler artiklar på området.

Mycket har skrivits om olika aspekter av börsintroduktioner, så för att selektera ut det viktigaste för vår uppsats var vi först och främst noggranna med att se till artiklarnas aktualitet och relevans, samt att artiklarna även inte behandlade andra närliggande fenomen. Tidskrifter som varit till stor hjälp är bl. a Journal of Finance, European Economic Review och The Review of Financial Studies. I databaserna hittade vi även ett par working-papers samt några böcker som varit till stor hjälp. Fastställas måste dock att det är främst från vetenskapliga artiklar som vi inhämtat information om ämnet.

2.4.2 Dokumentinsamling och behandling

Efter våra litteraturstudier fastställde vi vårt syfte och nästa uppgift blev då att försöka hitta de börsprospekt som skulle ligga till grund för vår undersökning, det vill säga prospekten för alla de bolag som börsintroducerades 1997.

2.4.2.1 Val av undersökningsår

Anledningen till varför valet föll just på 1997 var först och främst att vi ville undersöka en period som inte var färgad av IT-bubblans särprägel. Vi ville även välja en inte allt för avlägsen period, då vårt syfte är att undersöka om målen med de angivna motiven har motsvarat förväntningarna och eventuellt vilka andra effekter börsintroduktionen har medfört. Detta krävde att börsintroduktionerna fortfarande skulle vara relativt aktuella samt att bolagen och att dess ledningar inte hade förändrats i allt för stor utsträckning. Fem år ansåg vi dessutom vara en tillräckligt lång period för att börsintroduktionens effekter skulle ha kunnat slå igenom fullt ut.

Att vi bara valde ett år, 1997, och inte en period var ett val vi var tvungna att göra på grund av att undersökningen annars skulle ha blivit för omfattande. Genom att undersöka en period och inte bara ett år hade man både fått ett större urval av bolag och mer material att bygga sin analys på, vilket med all säkerhet hade gett undersökningen mer tyngd. Vi hade då även sluppit ett beroende av eventuella specifika förhållanden som gällde just det undersökta året. Vi ansåg dock att det material som börsintroduktionerna från 1997 skulle generera skulle vara fullt tillräckligt att basera den typ av undersökning vi förutsatt oss att göra och även fullt tillräckligt för att uppnå vårt syfte.

2.4.2.2 Prospekten

Med den tidsram som var tilldelad uppsatsskrivandet krävdes det att vi så fort som möjligt fick tillgång till börsintroduktionsprospekten eftersom dessa data skulle utgöra uppsatsens kärna. På Stockholmsbörsens hemsida hittade vi en förteckning över alla nyintroducerade bolag år från år och så även för vårt undersökningsår 1997. Därefter försökte vi kontakta alla de 52 bolag som börsintroducerats eller noterats för att höra efter om de hade ett exemplar av sina börsprospekt. Vissa prospekt skickade de tillfrågade bolagen till oss, men då det skulle visa sig ta alldeles för lång tid tog vi kontakt med UB I och fick på avdelningen "Okatalogiserade småtryck" respons på vår förfrågan. UB I bistod med flertalet prospekt, men av olika anledningar hittades inte alla. Vi vände oss då till Finansinspektionen som bistod med så gott som alla resterande prospekt. Sammanlagt fick vi tag på 48 prospekt av 52 börsintroducerade bolag, vilket torde vara en mycket hög andel.

2.4.2.3 Behandling av prospekten.

Vi har valt att göra en egen indelning av motiven ur prospekten. Vi har skapat fyra mer generella kategorier av motiv: kapitalrelaterade motiv, publicitetsrelaterade motiv, personalrelaterade motiv och tidpunktsrelaterade motiv. I undersökningen av de kapitalrelaterade motiven och då framförallt kapitalanskaffning, har det varit svårt att separera de olika motiven från varandra och att vidare dela in materialet. De

närliggande formuleringarna av motivet kapitalanskaffning är därför samlade under den rubriken. De andra mer specifika motiven som hör till den generella kategorin kapitalrelaterade motiv, är motivet att använda aktier som likvid vid förvärv samt en ökad likviditet i aktien. Bland de publicitets- och personalrelaterade motiven har det gått att urskilja flera olika motiv och de har därför varit lättare att underkategorisera.

2.4.3 Vår undersökningsgrupp

När vi väl hade lyckats erhålla prospektet, stod vi inför nästa problem. Detta bestod av att försöka kontakta personer på de berörda bolagen för att försöka få en telefonintervju med dem. De personer vi var intresserade av att intervjua skulle ha vissa karaktäristika: de skulle vara i ledningsposition, varit involverade och insatta i börsintroduktionen 1997 och de skulle företrädevis även fanns kvar på bolaget idag för att kunna besvara våra frågor avseende effekterna av börsintroduktionen.

Varför vi valde att söka personal i ledningen, främst VD och ekonomichef, var på grund av att vi ansåg att dessa personer besatt viktig information om bolagets verksamhet, att de varit insatta i beslutsprocessen som förelåg beslutet att börsintroducera bolaget samt att de varit delaktiga i börsintroduktionsprocessen på nära håll. Vi ansåg att personer i ledningen och då främst VD eller ekonomichef, upplevt förändringarna på ett mer konkret sätt och varit mer insatta i bolagets operativa verksamhet än vad exempelvis en ägare skulle vara. Naturligtvis finns det aktiva ägare som är insatta i bolagets verksamhet i allra högsta grad, vilka hade varit intressanta att intervjua. Det finns dock bolag där ägarna är inaktiva och inte skulle kunna tillföra något till vår undersökning. Dessutom fanns det större risk, ansåg vi, att ägarbilden i större utsträckning skulle ha kunnat förändras under de gångna åren.

Att även intervjua, främst ägarna, men även styrelseledamöter, fackrepresentanter eller personal, skulle givetvis ha gett en mer komplett bild av de eventuellt underliggande motiven för en börsintroduktion och av hur börsintroduktionen påverkat bolaget. Återigen var den hindrande faktorn tiden, vilket gjorde detta till en omöjlighet. Vi är medvetna om att vi därför kan ha gått miste om informativa perspektiv, men ansåg dock att den urvalsgrupp vi valt att intervjua skulle ha goda förutsättningar att kunna besvara våra frågor.

Av de 48 prospekt vi hade, var vår första ambition att intervjua representanter från samtliga dessa bolag för att få ett så stort underlag inför analysen som möjligt. Vi var dock tvungna att sänka vår ambitionsnivå, då det skulle visa sig mycket svårt att få tag på personer med de krav på egenskaper som vi ställt upp.

Vi började med att titta på hur ledningen såg ut under börsintroduktionen för att sedan jämföra den med hur ledningen ser ut idag. Vid ett flertal fall fanns ekonomichef och VD kvar inom bolaget och det var då lätt att kontakta dessa personer. Men det skulle visa sig att det var många personer som var med under börsintroduktionen 1997 som inte längre fanns kvar på bolaget. I vissa bolag hade exempelvis hela ledningen bytts ut. Vi ansåg då att med den tidsrymd vi jobbade med, vore det omöjligt att hinna söka upp alla dessa personer, om det inte på ett enkelt sätt gick att spåra dem. Inte desto mindre gjordes många försök att hitta dessa personer genom att kontakta bolagen, söka på bolagens hemsidor och söka på personernas namn på söksidor på Internet.

Bland de 48 bolagen fanns två bolag som gått i konkurs, sex som blivit uppköpta, ett samgående och två bolag som av olika anledningar hade avnoterats. Dessa bolagsrepresentanter var svårare att få tag på, men likväl knöt vi kontakt med två representanter från numera uppköpta bolag.

2.4.4 Intervjuprocessen

Redan i början av november tog vi första mailkontakten med bolagen genom att skicka ut en förfrågan om intresse från bolagens sida och aktuella personer att ställa upp på en telefonintervju. Responsen och intresset var relativt stort och vi fick 35 svar varav 23 tackade ja till intervju.

Det bortfall vi hade av intervjuer, förutom de vi själva av olika anledningar uteslutit ur undersökningen, kan delvis förklaras av att de personer som vi ville intervjua ofta är mycket upptagna. Särskilt personer på VD-position visade sig ha svårt att avsätta tid för intervju. Även bland dem som hade tackat ja till intervju fanns det fall där det senare visade sig att de inte hade tid att bli intervjuade. En bidragande faktor kan även ha varit att vi gjorde denna undersökning i november och december, då det alltid är extra mycket att göra inför årsskiftet.

Sammanlagt genomförde vi 17 telefonintervjuer. 15 av dessa intervjuer var med representanter för bolag som finns kvar idag. De övriga två arbetade för bolag som numera är uppköpta. Intervjuerna bandades i de fall då respondenten gav sitt samtycke till detta, vilket också visade sig vara den övervägande majoriteten. För att förbereda respondenten inför intervjun skickade vi ett dokument med de frågor vi tänkt ställa.¹ Alla intervjuer utgick från samma frågor. Detta gjorde vi för att respondenten skulle kunna bilda sig en uppfattning om intervjuens innehåll och för att de skulle kunna ha möjlighet att förbereda sig på frågorna. Vi gjorde valet att behandla alla svar från respondenterna anonymt, då detta tillät respondenten att på ett avslappnat och mer informellt sätt besvara våra frågor.

2.4.4.1 Behandling av intervjuerna

De primärdata² vi har erhållit i de 17 intervjuer som vi har genomfört, har vi valt att indela i samma generella kategorier som i undersökningen av prospekten. Dessutom har vi under intervjuerna kunnat urskilja flera specifika motiv. Vi har därför haft möjligheten att skapa underkategorier, under vilka vi har valt att redovisa ett illustrativt urval av vad de olika bolagsrepresentanterna har sagt om respektive motiv. Vi har även valt att samla de övriga kommentarer som bolagsrepresentanterna givit under intervjun under en egen rubrik. Det rör sig om andra effekter av börsintroduktionen som uppmärksammats av flera bolag.

¹ Se appendix 9.1 "Frågor inför telefonintervjun"

² Vår definition av *primärdata* är att detta är data som man själv har samlat in. *Sekundärdata* anser vi vara resultatet en vidare behandling av primärdata.

2.5 Källkritik

Syftet med källkritik är enligt Wiedersheim-Paul & Eriksson (1991) att bestämma om källan mäter det den utger sig för att mäta (om den är valid), om den är väsentlig för frågeställningen (om den har relevans) och om den är fri från systematiska felvariationer (om den är reliabel). Wiedersheim-Paul & Eriksson (1991) anser också att man kan bedöma källor med hjälp av vissa så kallade källkritiska kriterier. De viktigaste är samtidskrav, tendenskritik, beroendekritik och äkthet.

Vi har valt att bedöma dels de data vi har baserat vår undersökning på, dels vår undersökning som sådan, enligt ovan nämnda kriterier (först validitet, reliabilitet och relevans och sedan de källkritiska kriterierna). Då våra litteraturstudier i huvudsak har baserats på vetenskapliga artiklar publicerade i välrenommerade tidskrifter anser vi att de är mycket tillförlitliga och de kommer därför inte vara föremål för vidare källgranskning. Något som dock kan påpekas, är att många av de artiklar vi har använt är amerikanska och att amerikanska förutsättningar till viss del skiljer sig från svenska. Detta har vi inte beaktat i större utsträckning, då vi anser att detta har marginell betydelse för vår undersökning.

Relevansen har vi valt att inte beskriva närmare, då vi anser att de data som vi har använt oss av och de två olika delarna av undersökningen är relevanta för vår frågeställning.

I avsnittet ”Undersökningsmetod”, har vi beskrivit att vår undersökning har två olika delar, vilkas källkritik även måste särskiljas.

2.5.1 Källkritik av prospektundersökningen

I den första delen, det vill säga undersökningen av börsintroduktionsprospekten, är validiteten respektive reliabiliteten mycket hög. Det vi har önskat undersöka har genom vår höga andel av prospekt även kunnat undersökas. Om någon annan hade velat göra om denna undersökning av motiven i prospektet, hade de troligtvis kommit fram till samma resultat, vilket gör att vi även bedömer reliabiliteten vara mycket hög. De primärdata som prospektet utgör torde också vara mycket reliabel, i den bemärkelse att det är denna information som bolagen ger ut till marknaden. Vi har även använt viss sekundärdata hämtad från Internet. De webbsidor vi använt oss av är www.fi.se, www.seb.se och www.stockholmsborsen.se, vilka vi anser vara tillförlitliga.

Enligt de källkritiska kriterierna:

- **Samtidskravet:** Detta krav refererar till att källan skall vara från samma tidpunkt som det den behandlar. Vi anser att detta krav uppfylls för all vår primärdata i denna undersökning, då vi använt prospektet i deras originalskick och inte någon efterkonstruktion. De sekundärdata vi har hämtat från webbsidor anser vi också uppfylla detta krav då de kontinuerligt uppdateras.

- **Tendenskritik:** Detta kriterium använder man för att besvara frågor som exempelvis: Vilka egna intressen har uppgiftslämnaren i den här frågan? Vad beträffar våra prospekt anser vi att dessa förmodligen kan vara något förskönade, då man troligtvis vill förmedla en attraktiv bild av bolaget till marknaden. De övriga sekundära källorna anser vi vara objektiva.
- **Beroendekritik:** Innebär att man kontrollerar i vilken grad källorna är beroende av varandra. Denna kritik torde inte vara aktuell för varken vår primärdata eller vår sekundärdata.
- **Äkthet:** Problem med en källas äkthet har kommit att öka med användandet av digital information, till exempel Internet. Vi bedömer dock att de webbsidor vi har använt oss av är tillförlitliga.

2.5.2 Källkritik av intervjuundersökningen

Vad beträffar den andra delen av undersökningen, nämligen intervjudelen, finns en rad osäkerhetsfaktorer som inskränker både på validiteten och reliabiliteten i denna undersökning.

Jan Trost (1997) skriver att situationen i alla avseenden skall vara standardiserad för att man skall kunna tala om hög reliabilitet. Den kvalitativa intervjun å andra sidan förutsätter låg grad av standardisering. Trost menar att därför blir det ganska egendomligt att tala om reliabilitet eller tillförlitlighet vid kvalitativa intervjuer.

Vissa krav finns ju självfallet på intervjuaren och intervjun, till exempel att intervjuaren skall vara lyhörd och uppmärksam inte bara på tonfall, utan också på ansiktsskiftningar och –uttryck likaväl som på andra kroppsrörelser och –ställningar. På grund av att vi genomfört telefonintervjuer så har vi dock endast kunnat vara lyhörda på tonfall medan vi försakat möjligheten att tolka ansiktsuttryck och kroppspråk. Detta skulle således inskränka på vår reliabilitet i denna del av undersökningen. Något som även det kan påverka reliabiliteten av intervjuundersökningen, är att den anonymitet som givits de intervjuade har reducerat våra möjligheter att använda oss av intervjumaterialet.

Validiteten på vår undersökning har inskränkts på grund av det faktum att det ej varit möjligt att intervju alla de bolag som börsintroducerades 1997. Ett visst bortfall, som beskrivits i avsnittet ”Vår urvalsgrupp”, har reducerat underlaget för det vår undersökning var utsatt att mäta. Vi anser dock att validiteten för det insamlade intervjumaterialet är hög, då vi anser oss ha fått svar på de frågor, som vi vill ha svar på.

Enligt de källkritiska kriterierna:

- **Samtidskravet:** Vad beträffar våra primärdata i denna del av undersökningen så finns det vissa inskränkningar på samtidskravet. Vi har ju ställt frågor till bolagsrepresentanterna om en företeelse (börsintroduktionen) som ägde rum för fem år sedan, vilket kan föra med sig att vissa aspekter kanske har förbisetts.

- **Tendenskritik:** Mot våra respondenter kan det riktas relativt skarp tendenskritik. Då 15 av de 17 personer som vi har intervjuat fortfarande är representanter för bolaget, ville de med all säkerhet inte ställa bolaget och sig själva i dålig dager. De två personer som inte längre var representanter för det undersökta bolaget behöver å andra sidan inte längre ta samma hänsyn till bolaget och sin egen roll. Vi befarar därför att respondenterna inte har svarat helt objektivt på våra frågor.
- **Beroendekritik:** Då vi bara har intervjuat en representant från respektive bolag har vi inte stött på detta problem.
- **Äkthet:** Vi anser att vi med största möjliga säkerhet kan hävda att de representanter vi har pratat med är de personer som de själva utger sig för att vara.

3. PRAKTISK REFERENSRAM

Följande kapitel innehåller en presentation av Stockholmsbörsen, en genomgång av vad en börsintroduktion innebär, allmänna fakta om börsintroduktioner samt en genomgång av hur börsintroduktionsprocessen ser ut.

3.1 Stockholmsbörsens historia

Stockholms börshus stod klart 1778, men under slutet av 1700-talet och början av 1800-talet var det mest varor, reverser, växlar och sjöförsäkringar som man handlade med på börsen. Med industrialiseringen ändrade handeln långsamt karaktär, och man började handla med aktier och obligationer, om än i liten skala³. Först 1863 skapades Stockholms fondbörs genom ett kungligt reglemente och den fjärde februari hölls den första fondbörsauktionen som resulterade i 22 avslut. År 1901 skapades två kurslistor – A och B-listan, och från 1913 kunde man läsa börsnoteringarna i tidningarna. 1990 lade man in samtliga aktier i SAX (Stockholm Automated eXchange) – ett elektroniskt orderbaserat handelssystem som innebar att mäklare över hela världen kunde köpa och sälja på Stockholmsbörsen. 1993 beslutade riksdagen att börsmonopolet skulle upphöra. (www.stockholmsborsen.se 2002-11-17, "Börsens historia")

Under 1997 började handeln med aktier via internet att utvecklas. Detta innebar att det blev lättare och billigare för privatpersoner att köpa och sälja aktier. Från och med 2001 försvann OTC-listan från börsen. De bolag som tidigare var noterade på OTC-listan återfinns numera på O-listan. Stockholmsbörsen består idag av två listor, A- och O-listan. På A-listan är de egentliga börsbolagen noterade medan man på O-listan framförallt hittar mindre bolag som endast har en del av sina aktier noterade på börsen. (www.fi.se 2002-11-17, "Den svenska finansmarknaden 2001")

För att handla med aktier på Stockholmsbörsen måste man gå genom någon av börsmedlemmarna. Börsmedlemmarna är de banker och värdepappersbolag som har Finansinspektionens tillstånd att bedriva värdepappersrörelse och uppfyller börsens krav för medlemskap. Stockholmsbörsen hade vid slutet av 2001 ett 70-tal medlemmar som deltog i aktiehandeln, vilket innebär att ca 600 auktoriserade mäklare hade tillträde till marknadsplatsen. De tre mest aktiva börsmedlemmarna under 2001 räknat efter omsättning var Enskilda Securities, Carnegie och Svenska Handelsbanken. (www.fi.se 2002-11-17, "Den svenska finansmarknaden 2001")

Stockholmsbörsen är idag en internationell marknadsplats. Inom ramen för det nordiska börssamarbetet NOREX samarbetar Stockholmsbörsen med Köpenhamns Fondbörs, Oslo Börs och Islands börs. Dessa tre har ett gemensamt handelssystem med gemensamma handelsregler. Stockholmsbörsen och NOREX har även nyligen (i

³ Mellan 1853-1860 noterade man på börsen totalt sex avslut i aktier och fyra avslut i obligationer

december 2002) startat upp en ny aktiederivatbörs tillsammans med London Stock Exchange. Att Stockholmsbörsen är en internationell marknadsplats kan man även konstatera genom att studera Stockholmsbörsens aktieägarstatistik. Vid årsskiftet 2001/2002 uppgick andelen utländska aktieägare till 35,1%. Detta kan jämföras med de svenska hushållen, som stod för 13,7% av aktieägandet och de svenska finansiella bolagen (banker, fondbolag, investmentbolag, försäkringsbolag, etc.) som totalt svarade för 30,7% av aktieägandet. (www.fi.se 2002-11-17, "Den svenska finansmarknaden 2001")

Vid slutet av år 2002 hade Stockholmsbörsen 297 noterade bolag med ett sammanlagt börsvärde på 1 780 miljarder kronor. Detta är en nedgång jämfört med ett år tidigare, då 305 bolag var noterade med ett sammanlagt börsvärde på 2 856 miljarder kronor. Den historiska utvecklingen av antalet bolag på börsen behandlas vidare i avsnittet börsintroduktionshistoria.

3.1.1 Andra svenska marknadsplatser

Riksdagens beslut om att börsmonopolet skulle upphöra innebar att det blev möjligt för andra marknadsplatser att etablera sig i Sverige. Göteborgs OTC-lista startade 1995, NGM:s listor startade 1996, Aktietorget startade 1997 och Nya Marknaden startade 1998. Dessa inofficiella listors aktier som handlas lokalt hos kommissionärer eller på mindre marknadsplatser har snabbt ökat i storlek. De förser mindre bolag som inte är redo för en officiell börsnotering med riskkapital. Stockholmsbörsen har öppnat SAX-systemet för Aktietorget och Nya Marknaden och därigenom bidragit till att utveckla möjligheten att handla i icke börsnoterade svenska aktier. (www.fi.se 2002-11-17, "Den svenska finansmarknaden 2001")

3.2 Börsintroduktionernas utveckling på Stockholmsbörsen

I början av 1970-talet låg antalet bolag noterade på Stockholmsbörsen runt etthundratal. Denna siffra var mer eller mindre konstant under hela 1970-talet. Även om några få bolag börsintroducerades gjorde antalet avnoteringar att det totala antalet bolag förblev oförändrat. Det var inte förrän 1982 som man kunde se tendens till en ökning (nio börsintroduktioner). Under de två därpå följande åren introducerades 82 bolag på Stockholmsbörsen. Detta innebär att antalet bolag på börsen nästan fördubblades på tre år från att ha legat i det närmaste helt stilla under en lång tidsperiod. Förklaringen till denna plötsliga förändring i attityd till börsen har såväl legala som marknadsrelaterade förklaringar. (Högholm & Rydqvist 1993, s.3)

- 1978 införde skattemyndigheten ett skatteavdrag för "Aktiesparfonder", vilka endast fick investera i svenska börsnoterade bolag. När skattemyndigheten dessutom införde en ny skatt på premieobligationer var det många som istället riktade sitt intresse mot aktiemarknaden vilket ledde till en markant ökad handel i början av 1980-talet.
- 1980 antogs en lag som gjorde det lättare för utländska aktörer att investera i svenska publika bolag, något som de tidigare varit praktiskt taget helt utestängda från. Detta sänkte riskpremien för bolag med diversifierat ägande,

vilket gjorde att bolag som endast hade ett fåtal ägare tog beslutet att omorganisera sin kapitalstruktur så att de också kunde dra fördel av denna lagändring. Den ökade handeln på börsen gjorde dessutom att likviditeten på börsen ökade samtidigt som kostnaden för adverse selection⁴ minskade med antalet genomförda börsintroduktioner. På grund av denna utveckling var det troligen många ägare som såg en möjlighet att lösa ut sig.

- När den svenska kronan deprecierades 1982 innebar detta en möjlighet att tjäna pengar för många bolag. Detta innebar i sin tur ett kapitalbehov för dessa bolag, vilket somliga löste genom att gå in på börsen.
- När OTC-listan skapades 1982 så värderades aktierna på denna lista till 30 % av marknadsvärdet vid skatteberäkning. Detta minskade den skattemässiga nackdelen som det innebar att börsintroduceras jämfört med bolag som är privata eller ”closely-held”⁵, vilka värderas till 30 % av det bokförda värdet.

Efter detta uppsving i börsintroduktioner under början av 1980-talet följde en nedgång i antalet introducerade bolag, även om det under återstoden av 1980-talet fortfarande introducerades 15-20 bolag per år. I början av 1990-talet föll antalet börsintroduktioner ytterligare. Faktum är att antalet noterade bolag på börsen till och med minskade under början av 1990-talet. (Högholm & Rydqvist 1993, s.28) Först under andra halvan av 1990-talet kunde man åter se ett rejält uppsving i antalet introducerade bolag. Mellan 1995 och 2000 ökade antalet bolag noterade på A-, O- och OTC-listorna från 223 till 311.

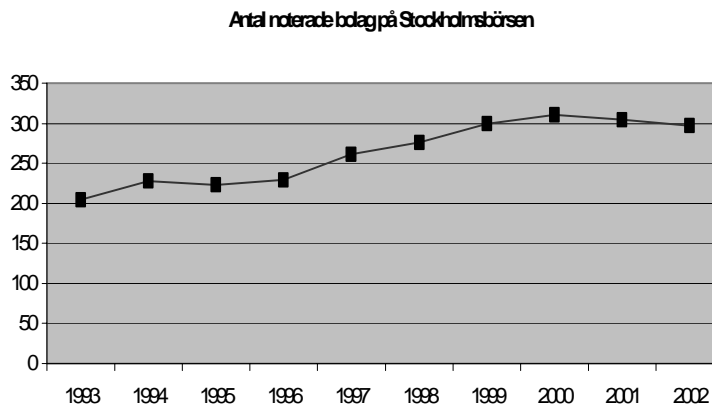


Diagram 3.1 Antal noterade bolag på Stockholmsbörsen 1993-2002

⁴ **Adverse selection** innebär i detta sammanhang att om man i allmänhet inte tycker sig få tillräckligt bra betalt för sitt företag när man går in på börsen så kommer detta i slutändan att medföra att det bara är företag som är sämre än vad de visar utåt som introducerar sig. Detta innebär i sin tur att investerare blir ännu mer misstänksamma mot nyintroducerade bolag och betalar ännu mindre och så vidare.

⁵ **Closely-held** innebär att bolaget kontrolleras av en liten grupp människor, en familj eller en enskild individ. **Widely-held** kan definieras som ett bolag som inte är closely held.

Uppgången i antalet noterade bolag kunde denna gång härledas till att börserna hade börjat återhämta sig efter de dåliga åren i början på 1990-talet. Detta ledde till att många som egentligen sedan länge varit redo att gå in på börserna, men avvaktat på grund av den dåliga marknaden valde att gå in nästan samtidigt. En något senare faktor var en begynnande IT-hysteri som kom smygande in på marknaden. En stor andel av de bolag som börsintroducerades under slutet av 1990-talet var naturligtvis IT-bolag, men även en ovanligt stor mängd andra bolag valde att introduceras under dessa år, delvis lockade av den framgång som nyintroducerade IT-bolag hade på börserna.

3.3 Börsintroduktionshistoria

1970 genomfördes den första börsintroduktionen som liknar dem vi ser idag. Före 1970 gav man nämligen inte ut några prospekt, utan det var investmentbankerna som fördelade aktier mellan sina kunder tills det att bolaget i fråga uppfyllde kravet på ägarspridning. Investmentbankerna annonserade i vissa fall i tidningarna, men då endast bolagets namn och aktiens pris. Under denna tid var det alltså i princip omöjligt för privatpersoner att ta del i börsintroduktionen. Det var dock först 1975 som det blev fastställt i lag att man skulle ge ut ett prospekt inför en börsintroduktion. Att lagen släpade efter verkligheten beror på att man i Sverige ofta utgår ifrån praxis när man gör tillägg i bolagslagen. (Högholm & Rydqvist 1993, s 4-5).

Denna lagändring innehöll även rekommendationer om vad ett prospekt skulle innehålla. I dessa ingick bland annat:

- Tre års bokföringsdata
- Information om bolagets historia
- Beskrivning av bolagets verksamhet
- Spridningen av det egna kapitalets ägande

Efter att prospektet förbättrats gradvis under 1980-talet kom så 1986 en rekommendation om att även syftet med börsintroduktionen skulle anges i prospektet. (Högholm & Rydqvist 1993, s. 5). Denna rekommendation framhöll även att man skulle ange huruvida de största aktieägarna avsåg att behålla eller sälja ut sina andelar, eventuella garantier från investmentbankerna samt principer för fördelning av övertecknade aktier.

3.4 Börsintroduktionsprocessen

Att göra en börsintroduktion är ett stort beslut som man bör ta god tid på sig att tänka igenom innan man fattar det. Gometz et al. (1997) rekommenderar att man från det att idén kommer upp bör beräkna en förberedelseperiod på tre år innan en introduktion verkligen kommer till stånd. Detta kan tyckas vara en överdrivet lång tidsperiod, men allt beror naturligtvis på hur väl förberedd man är från början. Vägen till en börsintroduktion som den är beskriven nedan är i stora drag inspirerad av Gometz et al. (1997), men vi har reviderat och uppdaterat den genom jämförelse med SEBs dokument "Börsintroduktion" (2001).

Det första steget är själva beslutsfattandet. Bolaget bör lägga fram olika alternativ för bolagets långsiktiga drift. Man bör förutsättningslöst bedöma de olika alternativen med utgångspunkt i de framtidsplaner man har. Oavsett hur framtidsplanerna ser ut finns det ofta andra alternativ än en börsintroduktion. Om man kommer fram till att en börsintroduktion är det bästa alternativet utifrån bolagets förutsättningar så kan man gå vidare till nästa steg.

När man tagit beslutet att börsnoteras är det första man bör göra att förbereda sig inför de krav som ställs på ett börsnoterat bolag så att man vid ansökningstillfället är ”börsmässig”.

- Om man ej tidigare varit inne på börsen är det lämpligt att komplettera styrelsen med en person som har erfarenhet av vad det innebär att vara börsnoterad. Det finns även möjlighet för nyckelpersoner i bolaget att genomgå utbildning om erfarenhet av aktiemarknaden saknas. Detta sker i Stockholmsbörsens regi.
- Om det rör sig om ett familjeföretag behöver man troligen strama upp stylearbetet. Detta kan exempelvis gälla antalet styrelsemöten, protokollföring, beslutsunderlag och rapportering.
- Vissa ledningsfunktioner, däribland framförallt på ekonomisidan kan behöva förstärkas.
- Man bör gå igenom sina system för ekonomistyrning och vid behov uppgradera vissa processer. Ofta är det framförallt informationsförmedlandet som har behov av en översyn.
- Eventuella informella förmåner och bonussystem bör formaliseras eller tas bort. Man bör även se till att anställningsvillkoren följer gällande avtal.
- Sist men inte minst gäller det att se till att rapporteringssystemet uppdateras så att det uppfyller de krav som börsen ställer. Man bör se till att man har gjort ett antal delårsrapporter och årsredovisningar som motsvarar börsens krav innan man tar steget in på börsen.

När man känner sig redo att gå in på börsen är det lämpligt att ta kontakt med en fondkommissionär om man inte redan gjort detta. Valet av fondkommissionär är viktigt. En erfaren och välkänd fondkommissionär kan betyda mycket för en börsintroduktions framgång. Fondkommissionären kommer att vara med under hela introduktionen, från det första mötet till det att aktien är noterad.

Det första steget i den formella noteringsprocessen är ett möte med representanter från Stockholmsbörsen. Vid detta möte etablerar man kontakt och diskuterar noteringsprocessen, bolagets förutsättningar för notering, val av lista, val av tidpunkt, etc. Dessutom förordnas en granskningsman som ska göra en utredning som ska användas som underlag för bolagskommitténs beslut.

Nästa steg är att sätta ihop noteringsprospektet. Detta arbete påbörjas normalt 3-6 månader före det planerade introduktionsdatumet. Parallellt med detta gör granskningsmannen sin utredning, vilket även innefattar en bedömning av prospektet.

3.4.1 Noteringsprospektet

Prospektet är den viktigaste handlingen vid en börsnotering. Prospektet är det dokument i vilket bolaget presenteras för aktiemarknaden och då framförallt för potentiella investerare. Prospektet är ofta det viktigaste beslutsunderlaget för en investerare, vilket betyder att de med hjälp av detta dokument ska ha möjligheten att bedöma bolagets ställning idag, bolagets framtida avkastningsförmåga samt de risker som är förknippade med bolaget och dess verksamhet. (Gometz et al 1997, s.51) Ingenting som kan anses påverka bedömningen får utelämnas i prospektet. Prospektet måste godkännas av Finansinspektionen för notering på O-listan och av Stockholmsbörsen för notering på A-listan. Det är bolagets styrelse som har det övergripande ansvaret för prospektets utformning, vilket betyder att en styrelse utan större erfarenhet av börsen gör klokt i att anlita en erfaren fondkommissionär vid utformningen av prospektet. Följande rubriker bör ingå i ett noteringsprospekt: (www.seb.se 2002-11-22, "Börsintroduktion")

- **Inbjudan, villkor och anvisningar för deltagande** Beskriver bl.a. erbjudandet, tidsplanen och aktiens pris.
- **Bakgrund och motiv** En kort presentation av den historiska bakgrunden till noteringen samt motiven för noteringen.
- **Kort presentation av bolaget** En presentation av bolagets historia fram till idag.
- **Finansiell utveckling i sammandrag** Ett sammandrag av de fem senaste åren som inkluderar nyckeltal, data per aktie och annan finansiell info.
- **Kommentar till utvecklingen** Förklaring av den finansiella utvecklingen
- **Bolagets verksamhet** En kort genomgång av bolagets verksamhet och produkter.
- **Finansiella mål och framtidsutsikter** Hur framtiden inom branschen ser ut samt vad man ska använda ev. nytt kapital till.
- **Aktier och ägandeförhållanden** Vilka de stora aktieägarna är och hur aktiespridningen ser ut
- **Styrelse och ledande befattningshavare, revisorer** Vem är vem samt eventuella aktieinnehav
- **Skattefrågor**
- **Räkenskaper** Föregående delårsrapport
- **Revisorernas granskningsberättelse**
- **Tillkommande information om utlandsaktier**
- **Eventuella prospektbilagor**

När prospektet är färdigt och distribuerat och man har uppnått den aktiespridning som krävs samt att beslut om notering är fattat av Bolagskommittén med granskningsmannens utredning som grund, ska ett noteringsavtal upprättas. Detta är

ett avtal mellan bolaget och Stockholmsbörsen i vilket man bland annat preciserar kraven på informationsgivning till såväl börsen som marknaden.

3.4.2 Noteringskrav

Fram till 2000 bestod Stockholmsbörsen av tre listor: A-listan, OTC-listan och O-listan. Under 2000 avvecklades OTC-listan⁶, vilket innebar att alla bolag som tidigare varit på denna lista flyttades över till O-listan. Detta innebar att kraven för O-listan skärptes på ett antal punkter. Detta innebar även att man delade upp O-listan i Attract 40 och övriga, precis som man sedan tidigare delat upp A-listan i Mest omsatta och övriga. (www.stockholmsborsen.se 2002-11-20, "Börsregler 2002")

A-listans krav skiljer sig från O-listans på ett antal punkter. Huvudsakligen gäller detta högre krav på dokumenterad vinstintjänning och historik. Ett bolag som inte längre uppfyller kraven för notering på A-listan kan bli tvingade att flytta till O-listan. Bolag som inte tidigare varit på börsen väljer nästan uteslutande att gå in på O-listan eftersom kraven där är lägre. Nedan presenteras de krav som respektive lista ställer på bolagen, samt även hur dessa krav skiljer sig från de krav som gällde 1997, då bolagen i vår undersökning börsintroducerades.

- **För A-listan** kräver man att bolaget ska ha minst tre års verifierbar historia, vilket innebär att man ska kunna uppvisa redovisningshandlingar för dessa år. Bolaget ska även kunna uppvisa en dokumenterad vinstintjäningsförmåga (det vill säga visa att verksamheten går med vinst). *Detta krav är oförändrat jämfört med 1997.* **För O-listan** gäller att bolaget endera ska kunna uppvisa en dokumenterad vinstintjäningsförmåga eller kunna uppvisa att man har tillräckliga finansiella resurser för att kunna bedriva planerad verksamhet under åtminstone den närmaste tolv månadersperioden. Om ett bolag saknar finansiell historik ställs stora krav på den icke-finansiella informationen. Man bör bland annat kunna visa när bolaget ska börja gå med vinst och hur man avser att finansiera verksamheten fram till dess. *Jämfört med de krav som ställdes 1997 är detta en stor förändring eftersom man där inte nämner varken förmåga att generera vinst eller tillräckliga finansiella resurser.*
- **För A-listan** gäller att bolaget minst ska ha 2000 aktieägare som vardera äger aktier motsvarande minst en handelspost. En handelspost i detta fall är ett jämnt antal aktier som motsvarar 20 000 kr. *Detta krav är detsamma som 1997.* **För O-listan** gäller att bolaget ska ha minst 500 aktieägare som vardera äger minst en handelspost. En handelspost i detta fall är ett jämnt antal aktier som motsvarar 10 000 kr. *1997 var kravet 300 aktieägare.* Syftet med spridningskravet är att säkerställa en rimlig likviditet i aktien.
- **För såväl A- som O-listan** gäller att bolaget ska uppfylla "börsmässiga krav" vad gäller ledning, styrelsens sammansättning, ekonomistyrning och kapacitet för aktiemarknadsinformation. Kraven påverkas av det enskilda bolagets risksituation. Om vinstintjäningsförmåga ännu inte existerar är dessa krav högre. Om man förstärkt organisationen är minimumkravet att denna har varit

⁶ Det exakta datumet är 2000-07-03. Från detta datum fanns endast två listor på Stockholmsbörsen.

på plats i ett kvartal samt varit involverad i framtagandet av en kvartalsrapport. För A-listan är detta krav detsamma som 1997, medan kravet för O-listan 1997 formulerades enligt följande "(bolaget) skall ha förutsättningar att uppfylla börsmässiga krav"

- **För såväl A- som O-listan** gäller att minst 25% av aktierna och 10% av rösterna ska vara i allmän ägo. Med allmän ägo avses de som direkt eller indirekt äger mindre än 10% av aktiekapitalet eller rösterna. För A-listan gäller även att bolaget vid introduktionstillfället ska ha ett börsvärde på minst 300 Mkr. För A-listan är även detta krav oförändrat sedan 1997. För O-listan var kravet 1997 att man skulle ha minst 10% av aktierna och 10% av rösterna i allmän ägo.
- **För såväl A- som O-listan** ställs krav på att ett noteringsprospekt ska upprättas. Detta krav står fast för bägge listorna.

De ovan nämnda kraven gäller så länge bolagets aktier är noterade på börsen. Stockholmsbörsen har lagt in en brasklapp om att man har rätt att neka även bolag som uppfyller dessa kriterier tillträde till börsen om man anser att noteringen skulle skada förtroendet för börsen och värdepappersmarknaden.

3.4.2.1 Attract 40 och Mest omsatta

På var och en av A- och O-listan finns ett segment för de aktier som marknaden visar störst intresse för. På A-listan har segmentet Mest omsatta existerat sedan tidigare medan O-listans Attract 40 uppkom i samband med att OTC-listan försvann.

Syftet med Mest omsatta-segmentet är att göra de mest likvida bolagen på A-listan mer synliga. Vilka aktier som ska vara inom detta segment avgörs halvårsvis. Vid årsskiftet 2001/2002 var kraven att handeln i bolagets aktier ska överstiga sex miljarder kronor, vilket motsvarar 24 miljoner kronor per dag. Bolaget ska även ha ett marknadsvärde som överstiger åtta miljarder kronor. (www.stockholmsborsen.se 2002-11-20, "Börsregler 2002")

Syftet med Attract 40 är att göra det lättare för utländska institutioner och svenska privatpersoner att hitta de mest intressanta bolagen på O-listan. (www.stockholmsborsen.se 2002-11-20, "Börsregler 2002") Vilka aktier som ska ingå i detta segment bestäms halvårsvis och avgörs av handelsstatistiken för det föregående halvåret. Den huvudsakliga parametern är bolagets omsättningshastighet, eftersom denna antas spegla marknadsintresset för bolaget. Även ett bolag som skulle ha uppfyllt kraven för Mest omsatta-segmentet om bolaget funnits på A-listan kommer att placeras på Attract 40.

För båda dessa segment gäller att nya bolag kan placeras direkt inom segmenten om det anses vara mycket troligt att de kommer att uppfylla kraven vid nästa mätperiod.

4. TEORI

I följande kapitel presenteras en internationell jämförelse av börsintroduktioner och diskussioner förda kring motiv för och emot en börsintroduktion.

4.1 Inledning

Varför är det intressant för bolag att börsintroduceras? Detta är inte helt okomplicerat att besvara. Enligt Ritter & Welch (2002) finns det en myriad av anledningar till varför man väljer att börsintroducera ett bolag. Det förefaller inte heller vara så att det bara är av godo att börsintroduceras: indirekta och direkta kostnader i form av ökade krav på informationsgivning samt fasta årliga kostnader till börserna är exempel på aspekter som även måste vägas in i beslutet.

Denna avvägning av för- och nackdelar, som ligger till grund för ett bolags börsintroduktion, är mycket intressant, men som poängteras av Chemmanur & Fulghieri (1999) så vet vi relativt lite om de underliggande ”trade-offs” i beslutet om huruvida bolaget ska förbli onoterat eller bli publikt. En börsintroduktion görs av olika anledningar och som Pagano et al (1995) skriver så är beslutet att börsintroduceras så komplext att ingen enskild teoretisk modell kan göra anspråk på att fånga alla relevanta för- och nackdelar. Det är således svårt att ge ett entydigt svar till varför bolag väljer att börsintroduceras. Vilka motiv och ”antimotiv”, ligger egentligen till grund för ett bolags beslut att börsintroduceras? Det kan, som Rydqvist & Högholm (1993) skriver, möjligen finnas generella svar varför bolag börsintroduceras, men kan lika väl finnas land- och företagsspecifika svar.

Den aktuella forskningen på området om varför bolag börsintroduceras ger alltså en rad olika infallsvinklar på de ovan nämnda motiv och ”antimotiv”. I följande teoriavsnitt har en uppdelning gjorts av de vanligast förekommande diskussionerna förda kring motiven: kapitalrelaterade, publicitetsrelaterade, personalrelaterade, tidpunktsrelaterade och övriga diskussioner.

Vad som även bör beaktas är de stora internationella skillnaderna i benägenheten hos bolag att börsintroduceras, där det legala och kulturella ramverket visat sig vara en betydelsefull påverkande faktor. För att skänka klarheter över hur dessa skillnader uttrycker sig ges nedan även ett internationellt perspektiv.

4.2 Internationellt perspektiv

4.2.1 Jämförelse mellan USA och Europa

Pagano et al (1998) menar att det är stor skillnad mellan bolag som börsintroduceras i anglosaxiska länder (däribland USA) och bolag som börsintroduceras i "Continental Europe" (där de inkluderar Sverige). De menar att det huvudsakligen är ett anglosaxiskt fenomen att börsintroduceras för att finansiera investeringar och tillväxt och att europeiska bolag snarare börsintroduceras för att "balansera sina räkenskaper"⁷ efter en period av investeringar och hög tillväxt. Medelåldern för de italienska bolag som Pagano et al undersökte var 33 år, vilket de jämför med en europeisk medelålder på 40 år för nyintroducerade bolag. Enligt deras undersökning är det genomsnittliga italienska nyintroducerade bolaget åtta gånger så stort och sex gånger så gammalt som det genomsnittliga amerikanska nyintroducerade bolaget.

Sammanfattningsvis skriver Pagano et al att det typiska nyintroducerade bolaget i "Continental Europe" är relativt stort, relativt gammalt och endast har ett litet behov av att finansiera investeringar medan det motsatta är sant för amerikanska bolag. De spekulerar även i två möjliga förklaringar till detta resultat:

- Europeiska små unga bolag har tillgång till andra alternativa (och bättre) kanaler för finansiering jämfört med sina amerikanska motsvarigheter.
- Europeiska små bolag har svårare att uppfylla börskraven och därmed få tillgång till börser, jämfört med sina amerikanska motsvarigheter.

Pagano et al sätter större tilltro till den senare förklaringen och presenterar några förslag på orsaker:

- Ökad insyn i bolaget. Gäller främst skattemyndigheten och finansinspektionen då "skattetrycket är högre och regelverket mer påträngande" i europeiska länder.
- Bristen på institutionella investerare som specialiserat sig på riskkapital.
- Bristen på en likvid aktiemarknad för små bolag.

4.2.2 Jämförelse mellan USA och Sverige

Huvuddelen av den forskning som bedrivs inom börsintroduktionsområdet görs av amerikanska forskare eller utländska forskare bosatta i USA. Den empiri som används är oftast amerikansk. Relativt lite forskning har gjorts på svenskt empiriskt material⁸ inom detta område. Är då amerikanska och svenska förhållanden så pass lika att man kan använda de amerikanska resultaten på svenska förhållanden? Enligt Högholm & Rydqvist (1993) är detta inte fallet. I denna studie har man undersökt de 224 svenska bolag som börsnoterades mellan 1970 och 1991. Syftet var att undersöka varför bolagen börsnoterats samt vad som låg bakom valet av tidpunkt för börsintroduktionen.

⁷ Originalformuleringen lyder "rebalance their accounts"

⁸ De enda större undersökningar vi hittat är Högholm & Rydqvist (1993) och Holmén (1998)

Högholm & Rydqvist konstaterar i sin artikel att enligt studier baserade på amerikanskt material är det genomsnittliga amerikanska bolaget som börsintroduceras väldigt ungt (sju år) jämfört med de svenska bolagen i deras undersökning där det börsintroducerade bolagen har en medelålder på 30 år. Vidare menar Högholm & Rydqvist i likhet med Pagano et al (1998) att de amerikanska bolagen i väldigt hög grad introduceras för att finansiera tillväxt och att de ofta försöker öka på sitt egna kapital såväl före som under och efter börsintroduktionen. Högholm & Rydqvist menar i sin undersökning att detta står i klar kontrast mot det genomsnittliga svenska bolaget som inte börsintroduceras för att finansiera dess tillväxt.

Jenkinson & Ljungqvist (1996) menar att man ska vara försiktig med att använda amerikanska teorimodeller på europeisk data. Detta beror på att där är stora skillnader vad gäller lagar och institutioner mellan USA och europeiska länder, vilket kan göra att underliggande antaganden som görs i amerikanska modeller inte är korrekta under europeiska förhållanden. Detta är viktigt eftersom merparten av teorierna som behandlar börsintroduktioner är amerikanska. Därmed bör man vara försiktig vid användandet av exempelvis teorier om underprissättning⁹ eftersom felaktiga antaganden underminerar hela undersökningen och kan leda till felaktiga slutsatser.

Jenkinson & Ljungqvist jämför också "Continental Europe" och USA och menar att förutom skillnader i ålder på bolagen så gäller att de europeiska bolagen företrädesvis är traditionella industriföretag och banker medan de amerikanska börsintroduktionerna ofta är verksamma inom yngre industrier. Vidare gäller att de amerikanska bolagen i 98 % av fallen ger ut nya aktier i syfte att skaffa nytt eget kapital medan detta sker endast i drygt hälften av fallen i Sverige. En annan viktig skillnad som tas upp är att många av de amerikanska bolagen som börsintroduceras aldrig gått med vinst fram till den dag de introduceras på börsen. Som exempel tar man upp att av de bolag som introducerades 1984 var det endast 42% som gått med vinst året innan introduktionen. Man nämner även de Internet- och bioteknikföretag som introducerades i USA 1996 utan att ha uppvisat vinst. Detta menar Jenkins & Ljungqvist vara en omöjlighet i Europa på grund av de hårdare listningskraven.

⁹ **Underpricing** är fenomenet att en aktie som introduceras har handlats till ett pris som betydligt överstiger emissionskursen vid den första börsdagens stängning. Detta visar då att den emissionskurs som använts varit för låg eftersom börsen värderar aktien betydligt högre.

4.3 Diskussioner kring motiv för en börsintroduktion

4.3.1 Kapitalrelaterade motiv

4.3.1.1 Kapitalanskaffning

Röell (1996) skriver att tillgång till nytt kapital för framtida tillväxt och expansion är det motiv som börsintroducerade bolag oftast utger som huvudskäl för sin börsintroduktion. En börsintroduktion kan genomföras med eller utan en nyemission i dess anknytning, vilket i det första fallet redan vid introduktionstillfället ökar bolagets kapital. Om bolaget väljer att enbart introduceras öppnar börsintroduktionen likväl nya finansieringsvägar vad beträffar till exempel strukturaffärer genom förvärv med betalning av egna aktier. En undersökning genomförd av Ransley (1984) av företagsledningen på bolag som hade genomgått en börsintroduktion på den engelska marknaden, visar att dessa bolag till och med rankar utsikten om tillväxt genom förvärv (53 %) högre än nytt kapital för organisk tillväxt (44 %) och refinansiering av nuvarande lån (12 %). (Röell 1996, s.1073).

På längre sikt kan en börsintroduktion även underlätta kapitalanskaffningen.

Röell (1996) listar fyra olika effekter som en introduktion kan medföra.

- Det egna kapitalet förstärks och den finansiella hävstångseffekten minskas, vilket mildrar den framtida skuldbördan. Detta kan minska intressekonflikter beskrivna exempelvis av agentteorin. Vidare visar Pagano et al. (1995) att listade bolag blir säkrare låntagare med den minskade hävstångseffekten, vilket i sin tur reducerar lånekostnaden.
- Framtida investerare värderar likviditet. Vid en utvärdering av en potentiell investering så tas även förväntade transaktionskostnader, vid en eventuell framtida försäljning, med i beräkningen. Det förväntade nuvärdet av framtida transaktionskostnader kommer alltså speglas i ett lägre aktiepris. Empiriska studier har kunnat bekräfta att det finns ett starkt samband mellan transaktionskostnader och avkastningskrav.
- Tillräckligt hög grad av likviditet på bolagets aktie kan vara en nödvändig förutsättning för anskaffandet av kapital, både eget kapital och lån. Detta kan bland annat förklaras av att värderingen av bolaget av aktiemarknaden kan användas av andra finansiärer, vilket lägger grunden för en rättvis prissättning av bolagets kapital.
- Konkurrens bland finansiärer. Den ökade statusen som ett bolag erhåller vid en börsintroduktion förbättrar dess förhandlingsutrymme med bland annat banker, vilket kan ge gynnsammare lånevillkor och bättre räntor. Pagano et al. (1995) dokumenterade detta faktum för första gången, nämligen att ett oberoende bolags räntekostnader sänks efter en börsintroduktion.

4.3.1.2 Likviditet i aktien

Genom börsintroduktion kan ägare eller delägare som har sin förmögenhet bunden i bolaget eller som av någon anledning vill sälja sitt innehav i bolaget "göra exit" och därmed få en marknadsmässig värdering på sina aktier. Detta motiv är dock något som inte ofta poängteras i prospekten. Röell (1996) skriver att en annonsering om en intention av ägarna att sälja med all säkerhet skulle sänka priset vid introduktionen. Det måste konstateras att just ägarrelaterade motiv (så som ovan nämnda), ofta framgår mycket otydligt eller inte alls av prospekten, (Gometz et al 1997, s. 13) likväl är det ofta dessa motiv som ligger till grund för börsintroduktionen.

Aktiemarknaden kan även medverka till att lösa problemen vid ett generationsskifte. Arvtagarna, barnen, i en familj vars förmögenhet i huvudsak ligger i ett bolag kan ha helt olika intressen och framtidsplaner. En börsintroduktion kan då underlätta möjligheten att dela boet utan att bolaget behöver styckas eller säljas i sin helhet. (Gometz et al 1997, s. 12)

Olika empiriska undersökningar har genomförts i syfte att undersöka allokeringen av aktier efter en börsintroduktion för att bland annat försöka komma underfund med hur starkt motivet att skapa likviditet i aktien är. Undersökningarna visar olika resultat, ofta beroende av vilket land som undersökts. Högholm & Rydqvist (1993) som undersökt svenska bolag som börsintroducerades mellan åren 1970-1991, visar att 41 % av de ursprungliga ägarna avyttrade sina aktier helt, med en mediantid av fyra år efter börsintroduktionen. Vidare konstaterar Högholm & Rydqvist att avyttringen inte bara sker vid börsintroduktionstillfället utan fortsätter åren efter introduktionen: 93 % av de undersökta svenska bolagen gjorde avyttringar av befintliga aktier under de fem följande åren efter introduktionen.

Pagano et al.(1995) har även de gjort en liknande studie på den italienska marknaden och funnit att ägare till nyintroducerade bolag i genomsnitt avyttrar 26 % av sin aktier och ytterligare 3 % av rösterna de tre följande åren. De ursprungliga ägarna behåller i genomsnitt 60 % av rösterna, vilket är väl över vad som är nödvändigt för att behålla kontrollen över bolaget. Man skulle kunna tro att detta inte är den optimala långsiktiga nivå av ägarskap och att längre fram skulle de stora aktieägarna avyttra mer för att reducera sin del. För den italienska marknaden visar sig dock att medianen för stora aktieägare äger 55 % av rösterna. Pagano et al. (1995) skriver att detta starkt visar att stora aktieägars avyttring mestadels sker vid börsintroduktionstillfället och att det inte är det främsta motivet för att börsintroduceras.

Att sälja av en del av bolaget kan ofta uppnås genom bibehållen aktiemajoritet om så önskas. (Gometz et al. 1997, s. 11). I Sverige finns ju systemet med olika röststarka aktier: A- och B-aktier. Högholm & Rydqvist (1993) poängterar att även om de ursprungliga ägarna sålt en stor del av sitt innehav, så behöll ägarna i genomsnitt två år efter börsintroduktionen 43 % av aktierna, men vanligtvis representerade detta innehav mer än 50 % av rösterna.

Om avsikten från bolagets ägare är att sälja ut bolaget kan en börsintroduktion underlätta försäljningsprocessen. Som Ritter & Welch (2002) skriver, så har de ursprungliga företagarna (entreprenörer) kommit underfund med att en förvärvare kan pressa det privata bolaget i större utsträckning till priskoncessioner än vad de kan pressa utomstående investerare/aktieägare. Genom att börsintroduceras underlättar

således den ursprunglige ägaren försäljningen av sitt bolag och detta även till ett högre värde än vad denne hade erhållit via en direkt försäljning.

En annan observation gjord av Black & Gilson (1998)¹⁰, visar att entreprenören ofta återtar kontrollen av bolaget från riskkapitalister efter en börsintroduktion. De drar således slutsatsen att för entreprenören är börsintroduktionen inte lika viktig vad beträffar vägen ut från bolaget, som för riskkapitalisten.

4.3.2 Publicitetsrelaterade motiv

Detta motiv framhölls i Ransley's (1984) undersökning som det andra viktigaste motivet för en börsintroduktion. I de svenska prospekten analyserade av Högholm & Rydqvist (1993) uppger 67 % av bolagen att publicitet är ett av motiven för en börsintroduktion. Dock skriver Ritter & Welch (2002) att icke-finansiella anledningar, så som ökad publicitet spelar endast en mindre roll för de flesta bolag. Röell (1996) visar även viss skepticism över detta motiv, och skriver att det verkar underligt att en börsintroduktion är så vitt betraktad som ett marknadsföringsredskap. Röell ställer även frågan om publiciteten kring en börsintroduktion verkligen kan ha en betydande varaktig fördel genom en ökad exponering för bolaget och dess produkter. Det råder alltså viss osäkerhet om tyngden av detta motiv. Att ett börsnoterat bolag blir mer utsatt för massmedia via finansanalytiker, banker och fondkommissionärsbolag torde dock ingen bestrida.

Den massmediala uppmärksamheten medför, som ovan nämnt, inte bara att företagsnamnet exponeras utan även att dess verksamhet samt dess produkter får ökad exponering i medierna, vilket ofta har rent affärsmässiga fördelar. (Gomez et al. 1997, s. 11) Dessa affärsmässiga fördelar kan till exempel vara att den ökade genomlysningen av bolaget verkar som en försäkring för leverantörer att bolaget exempelvis inte har likviditetsproblem. I sin tur kan detta leda till att bankkrediter och andra säkerheter inte behöver användas i samma utsträckning för ett börsnoterat bolag till skillnad från privata bolag. Att vara ett börsnoterat bolag kan alltså ge ett extra värde till bolaget, en ökad status, då det kan inge mer trovärdighet i investerares, kunders, finansierares och leverantörers ögon. Att vara det första bolaget i en viss industri att börsnoteras är ofta även förknippat med en "first-mover" fördel. (Ritter & Welch 2002, s. 1798)

4.3.3 Personalrelaterade motiv

Det har enligt uppgifter, lämnade av många noterade bolag, erfarenhetsmässigt visat sig att noteringen inneburit en fördel vid rekrytering av nyckelpersoner. Detta kan förmodligen förklaras delvis psykologiskt, men även att utmaningen och stimulansen i ett kontinuerligt externt intresse för många är en positiv faktor. (Gomez et al. 1997). I Högholm & Rydqvists (1993) undersökning anger 23 % av bolagen möjligheten att underlätta rekrytering av personal som ett motiv till börsintroduktionen. 8 % uppger en ökning av personalens motivation som ett motiv för börsintroduktionen och 41 % anser att möjligheten till delägarskap för anställda är positiv.

¹⁰ Referensen från Ritter & Welch 2002, s 1798

I undersökningen genomförd av Ransley (1984) svarade 33 % av de tillfrågade bolagen att en förbättring av arbetsmoralen hos ledning och anställda kan tillskrivas börsintroduktionen och att detta varit till stor fördel för bolaget. Många av bolagen uttryckte även specifikt behovet av att kunna motivera och behålla ledning och anställda genom möjligheten att erbjuda dem delägarskap i bolaget. (Röell 1996, s. 1076).

Delägarskap i bolaget kan även stimulera anställda, om dessa tror på att den egna insatsen kan få effekter på den personliga förmögenheten. En börsnotering öppnar således vägen för en mängd olika konstruktioner av incitamentsprogram med hjälp av finansiella instrument, så som optioner och konvertibla skuldebrev där de underliggande värdepapperna är bolagets aktier.

4.3.4 Tidpunktsrelaterade motiv

Tidpunkten för en introduktion är ofta noga genomtänkt av bolaget. Lucas & McDonald (1990)¹¹ har utvecklat en modell baserad på asymmetrisk information, där bolag tenderade att flytta fram en tänkt introduktion om de förfogade över information om att bolaget för närvarande var underprissatt. Vidare skulle bolaget skjuta fram sin introduktion om marknaden var "bearish"¹² och då satte ett för lågt värde på bolaget, givet den information som entreprenören hade. Bolaget skulle då invänta en "bullish" period, som skulle ge bolaget en mer gynnsam prissättning.

En annan teori som berör tidpunkten är hypotesen om "Windows of Opportunity" framtagen och testad av Rajan & Servaes (1995)¹³, som säger att om det finns perioder då aktier i en industri är felvärderade kommer bolag inom samma industri, som upptäcker att de är övervärderade, att ha ett incitament att börsintroduceras.

Ritter & Welch (2002) ger en annan syn på tidsaspekten och hävdar att det utöver de rationella teorierna om varför antalet börsintroduktioner fluktuerar finns en tänkbar semirationell teori, vilken kan förklara cyklerna i börsintroduktionsaktivitet. Denna teori är till skillnad från de ovan nämnda, inte baserad på asymmetrisk information. Ritter & Welch menar att de ursprungliga företagarnas/entreprenörernas värdering av bolaget härrör från deras egna interna perspektiv, från deras involvering i de dagliga grundläggande affärens och mindre från intrycken från börsmarknaden.

Lowry & Schwert (2002) har studerat orsakerna varför antalet börsintroduktioner tenderar att gå i cykler. Orsakerna de fann var:

- förändringar i privata bolags aggregerade efterfrågan på kapital
- förändringar i adverse selection kostnader relaterade till att emittera eget kapital
- variation i investerarnas optimism

¹¹ Referensen från Ritter & Welch 2002, s 1799

¹² En "bearish" marknad innebär en nedåtgående trend på börserna medan en "bullish" marknad innebär en uppåtgående trend.

¹³ Referensen från Pagano et al. 1995, s. 10

Lowry & Schwert konstaterar att många bolag tenderar att göra en börsintroduktion när privata bolags totala efterfrågan på kapital är hög, adverse selection kostnaderna är låga och investerare är optimistiska och därmed beredda att betala mer för de nyintroducerade bolagen. Lowry & Schwert menar vidare att forskning antyder att det faktum att antalet börsintroduktioner går i cykler kan vara möjligt även på effektiva marknader och att detta inte nödvändigtvis behöver vara en reflektion av irrationella bubblor. Om bolag utgår ifrån resultatet av nyligen gjorda börsintroduktioner när man själv fattar beslut om att börsintroduceras, eller om bolagen anser att börsintroduktioner ger information om möjligheter inom den egna industrin, bör detta kunna förklara dessa cykliska mönster.

4.3.5 Övriga diskussioner

4.3.5.1 Ägarstruktur

Högholm & Rydqvist (1993) skriver att på det hela taget skulle man kunna säga att bolaget väljer den optimala eget kapital-strukturen det vill säga stor eller liten ägarspridning (widely-held eller closely-held), som maximerar bolagets värde. Detta värde maximeras genom att minimera kostnaderna för kapitalet. Kostnaderna består av att bolag med liten ägarspridning internt måste hantera den diversifierbara risken, medan ägarna till bolag med stor ägarspridning möter kostnader som uppstår i samband med agentkostnader och adverse selection kostnader. Relativa skillnader i dessa kostnader kan ge incitament till bolaget att antingen börsintroduceras, det vill säga skapa stor ägarspridning eller att förbli ett fåmansbolag, det vill säga liten ägarspridning.

Till exempel kan ett bolag som upptäcker att det har vissa tillväxtmöjligheter besluta att omorganisera sig till ett publikt bolag för att finansiera det ökade kassaflödet till en acceptabel kapitalkostnad. Ett bolag utan tillväxtmöjligheter kan likväl också besluta att börsintroduceras om just den ovan nämnda avvägningen av kostnaderna av att vara ett bolag med liten ägarspridning förändras relativt till det att vara ett bolag med stor ägarspridning.

4.3.5.2 "Trade-off" mellan riskspridnings- och informationskostnader

Chemmanur & Fulghieri (1999) har utvecklat en modell där beslutet att börsintroduceras skildras av en trade-off mellan riskspridnings- och informationskostnader. När det gäller det publika bolaget så genereras kapitalet generellt sett genom att sälja aktier till ett stort antal investerare, medan för det privata bolaget så genereras den externa finansieringen ofta av en stor investerare (en riskkapitalist) eller en grupp av större investerare.

Att ett privat bolag skaffar finansiering från en betydligt mindre grupp av investerare än det publika bolaget har två viktiga konsekvenser. För det första, i det publika bolaget där aktieägarna var och en har en relativt mindre del av bolaget än fallet med det privata bolaget, blir dessa aktieägare bättre diversifierade än aktieägarna i det privata bolaget. För det andra medför den högre koncentrationen av ägande i ett privat bolag att investerarna har en betydligt högre "förhandlingsstyrka" (bargaining power) vis-a-vis företagsägaren än fallet med det publika bolaget.

Chemmanur & Fulghieri menar att om ett bolag skulle sälja till en riskkapitalist skulle fördelen vara att det minimerar kostnaderna för informationsutgivning. Däremot är nackdelen att riskkapitalisten, som inte blir fullt diversifierad, kommer att ha en betydligt starkare förhandlingsstyrka gentemot företagsägaren än vid ett publikt bolag och kommer att kräva betydligt mer i avkastning. Om bolaget istället börsintroduceras och säljer aktier till ett stort antal investerare på marknaden, så har det fördelen att varje investerare endast äger en liten del av bolaget, blir fullt diversifierade och har nästan ingen förhandlingsstyrka gentemot företagsägaren, (då aktien är prissatt av marknaden). Nackdelen med detta är att informationsgivningen av bolaget blir betydligt dyrare.

Sammanfattningsvis så bestäms denna avvägning mellan riskspridningskostnader och informationskostnader av storleken på kostnaden av informationsproduktionen. Bolag med längre "track record" kommer naturligtvis ha lägre informationskostnader. Chemmanur & Fughieri (1999) visar vidare att då jämvikt råder i deras modell kommer bolag börsintroduceras först när tillräcklig information om bolaget är ackumulerad, så att kostnaden för utomstående att värdera bolaget till ett rättvist värde är tillräckligt liten. Vad som med andra ord sägs är att i ett tidigt stadium av ett bolags livscykel kan kostnaderna för informationsgivning kosta mer än det smakar, medan när bolaget är tillräckligt stort kan den optimala lösningen vara att börsintroduceras.

4.3.5.3 Negativa aspekter med en börsintroduktion

Det finns som nämnts tidigare även en rad olika nackdelar med att börsintroduceras. Röell (1996) skriver att det finns kostnader i form av direkta kostnader, indirekta i form av underprissättningen, kostnader för de ökade kraven på redovisning och kostnader härrörande från inskränkningar i beslutsfriheten samt skattekonsekvenser. Pagano et al. (1995) visar i deras studie från den italienska marknaden att italienska bolag betalar betydligt mer i skatt efter en börsintroduktion, vilket förmodligen kan förklaras av att redovisningen blivit mer transparent. Röell (1996) skriver även att det finns en risk i att bolaget tappar kontroll.

Den ökade genomlysningen som krävs för ett börsintroducerat bolag kan tvinga bolaget att avslöja information, som kan skada dess konkurrenskraft. Sådan information kan exempelvis vara avslöjanden om pågående forsknings- och utvecklingsarbeten eller framtida marknadsföringsstrategier. Yosha (1995) visar att i jämvikt i så kan bolag med mer känsliga forsknings- och utvecklingsarbeten bli avskräckta från att börsintroduceras om kostnaden för börsintroduktionen är tillräckligt hög. (Pagano et al. 1995, s. 6). Pagano et al. (1995) konstaterar vidare att om den reducerade möjligheten att hålla information konfidentiell är av relevans, så skulle högteknologiska bolag vara mindre benägna att börsintroduceras.

Ransley (1984) rankar kostnaderna för en börsintroduktion enligt följande: ökad press på ledningen eftersom den blir i högre grad föremål för granskning (en stor nackdel för 25 % av de tillfrågade bolagen), redovisning krav (en stor nackdel för 16 %), granskning av externa investerare (12 %), press på utdelning (5 %) och slutligen den ovälkomna tilldragelsen av potentiella "take overs" (4 %). (Röell 1996, s. 1077)

Kostnader för bolaget kan även härröra från asymmetrisk information. Om det emitterande bolaget är bättre informerat än investerarna så fruktar rationella

investerare ett "lemon problem". Detta innebär att endast emitterande bolag med sämre kvalitet än medel bolaget är villiga att sälja sina aktier till marknadspris. För att särskilja sig själv från gruppen av lågkvalitetsföretag, kan högkvalitetsföretag försöka att signalera sin bättre kvalitet till marknaden. I dessa modeller säljer högkvalitetsföretag medvetet ut sina aktier till ett lägre pris än vad marknaden skulle värdera de till för att avskräcka lågkvalitetsföretag att börsintroduceras. (Ritter & Welch 2002, s. 1803)

5. RESULTAT AV UNDERSÖKNINGARNA

I följande kapitel presenterar vi vår undersökning, som består av två delar. Den första delen behandlar de motiv som angivits av bolagen i börsintroduktionsprospekten. Den andra delen består av de intervjuer vi gjort med ledningspersoner från de bolag som ingår i denna del av undersökningen.

5.1 Undersökning av börsintroduktionsprospekten

Som förklarats i metodkapitlet av uppsatsen, valde vi slutligen att studera 48 prospekt bland de 52 bolag som börsnoterades 1997. Vi har funnit att sju av de 48 bolagen (15%) ej har angett några klara motiv till sin börsintroduktion, men dessa har likväl inkluderats i undersökningen. Av de 48 bolagen i vår undersökning av prospekten, genomförde 29 bolag (60 %) en nyemission i samband med sin börsnotering. 12 (25%) bolag genomförde en ägarspridning genom försäljning av befintliga aktier i samband med sin börsnotering medan 6 bolag (13 %) endast var en avknoppning, där de gamla aktieägarna erbjöds aktier i det nya noterade bolaget. Ett bolag genomförde en notering vid Stockholms Fondbörs.

De 48 bolag vars prospekt vi valt att undersöka närmare hade en branschfördelning 1997 som hade följande utseende:

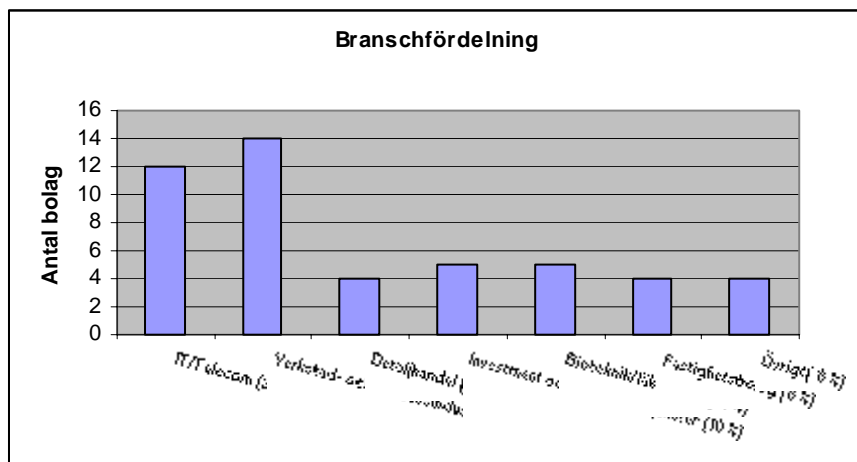


Diagram 5.1 Branschfördelning prospektundersökningen

Vi undersökte även de 48 bolagens etableringsår för att få en uppfattning om bolagens ålder vid börsintroduktionen. Medelåldern på bolagen vid börsintroduktionen var 24 år och medianen 13 år.

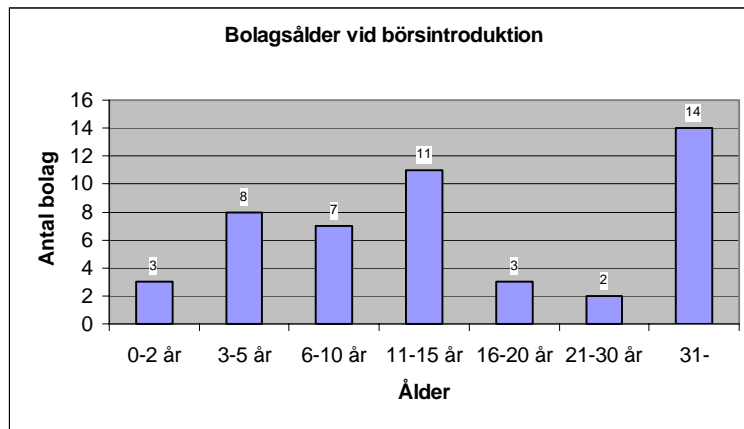
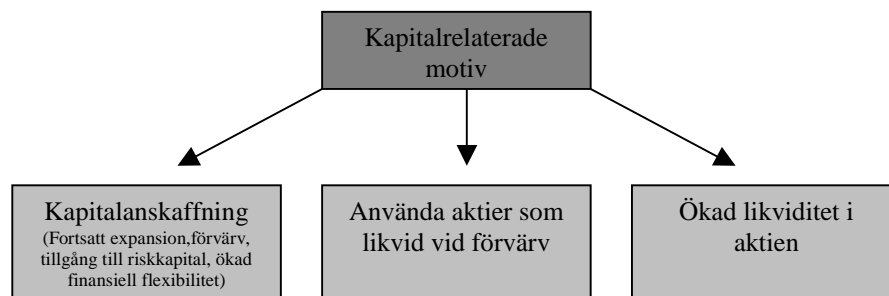


Diagram 5.2 Bolagsålder vid börsintroduktion

5.1.1 Kapitalrelaterade motiv

38 bolag (79 %) anger något kapitalrelaterat motiv i sitt prospekt. Vi har valt att presentera kapitalanskaffning som ett generellt övergripande motiv för de likartade kapitalrelaterade motiv bolagen formulerar, såsom fortsatt expansion, förvärv, tillgång till riskkapital eller ökning av bolagets finansiella flexibilitet. Möjligheten att använda aktier som likvid vid förvärv har av ett antal bolag beskrivits som ett enskilt motiv och blir presenterat som ett sådant. Även de bolag som uttrycker en förväntan om att aktien skall bli mer likvid vid en börsintroduktion presenteras i egen form under det generella kapitalrelaterade motivet.



Modell 5.1 Kapitalrelaterade motiv

5.1.1.1 Kapitalanskaffning

Samtliga 38 bolag av 48 (79 %) som faller inom kategorin kapitalrelaterade motiv, har i prospekten angivit något motiv till sin börsintroduktion som är relaterat till kapitalanskaffning.

Många bolag anser att börsintroduktionen öppnar nya möjligheter till och/eller ger en handlingsberedskap för *expansion och tillväxt*, inom Sverige och i aktuella fall internationellt. Expansionsplanerna i bolagen gäller såväl organisk tillväxt som

strategiska förvärv och även lansering av nya produkter. De expansionsplaner som nämns rör exempelvis uppbyggande av en internationell marknadsföringsorganisation, utbyggnad av produktionskapacitet eller en fortsatt forskning och utveckling. Börsnoteringen bedöms bland annat kunna öka förutsättningarna för strategiska företagsförvärv/strukturaffärer och eventuella allianser samt bolagets attraktionskraft gentemot potentiella förvärvskandidater.

I likhet med möjligheten att finansiera fortsatt expansion och förvärv, nämns det i vissa prospekt även att en börsnotering kommer att skapa större utrymme för investeringar eller att den kommer att stärka den framtida finansiella flexibiliteten och medföra en ökad finansiell handlingsberedskap.

En annan likartad formulering är att en börsnotering medför att bolagets *tillgång till riskkapital* förbättras eller att bolaget i liknande formuleringar i och med börsnoteringen erhåller direkt tillgång till den svenska och den internationella kapitalmarknaden. Ett antal av bolagen anger den förbättrade tillgången till riskkapital som huvudskäl till sin börsnotering, och härleder ur huvudskälet andra effekter av börsnoteringen. Andra bolag anger tillgången till riskkapital bara som en bland flera andra effekter av börsnoteringen. Några bolag anger att kombinationen av den ökade tillgången på riskkapital och försäljning av befintliga aktier eller en nyemission innebär en minskning av bolagets nuvarande skuldbörda eller att bolagets finansiella ställning stärks. Ett annat bolag bedömer att den ökade tillgången på riskkapital till följd av börsintroduktionen skapar ytterligare handlingsberedskap inför affärsmöjligheter som kan uppkomma.

5.1.1.2 Aktier som likvid vid förvärv

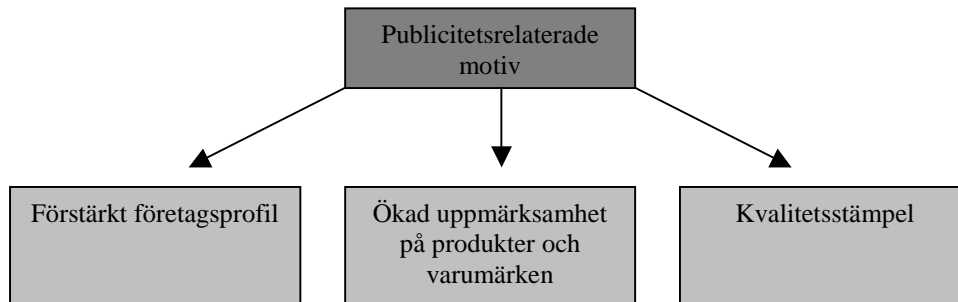
Sju bolag nämner möjligheten att finansiera förvärv genom att emittera nya aktier, något som ett bolag bedömer öka konkurrenssituationen vid förvärvssituationer.

5.1.1.3 Likviditet i aktien

Fyra bolag nämner att en notering torde innebära att aktien får en bättre likviditet.

5.1.2 Publicitetsrelaterade motiv

Totalt 38 bolag av de 48 undersökta (79 %) anger någon form av publicitetsrelaterade motiv som en förväntad effekt av börsintroduktionen. De publicitetsrelaterade motiven anser vi bör särskiljas, då exempelvis en stärkt företagsprofil kan skilja sig från ökad uppmärksamhet på produkter och varumärken om bolagets namn inte är produktnamnet.



Modell 5.2 Publicitetsrelaterade motiv

5.1.2.1 Stärkt företagsprofil

36 bolag av 48 (75 %) anser att en börsnotering stärker företagsprofilen och ökar kunskapen om och intresset för bolaget. En annan, liknande formulering är att bolagen förväntar sig en ökad uppmärksamhet från kunder, investerare, leverantörer och massmedia av börsnoteringen. Ett bolag tror att detta är nyttigt ur marknadsföringssynpunkt, ett annat att det är fördelaktigt ur både marknadsförings- och rekryteringssynpunkt. Flera bolag har nämnt att börsintroduktionen kan ha en positiv inverkan på bolagets verksamhet och förutsättningar för framtida utveckling.

5.1.2.2 Ökad uppmärksamhet på produkter och varumärken

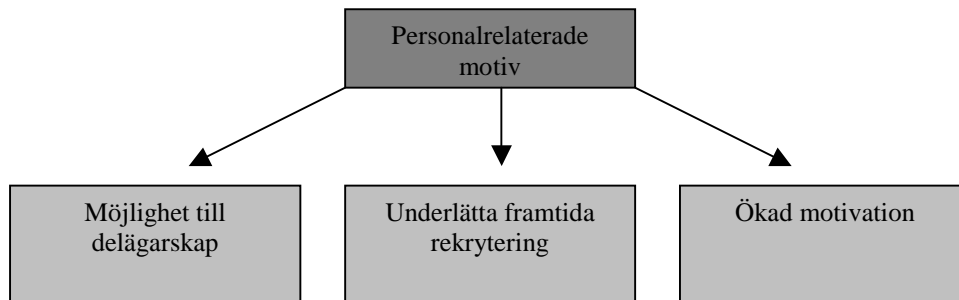
Vidare tror elva bolag av 48 (23 %) att börsintroduktionen medför en direkt ökad uppmärksamhet på bolagets produkter och varumärken, något som av ett bolag bedöms ha en positiv effekt i den löpande affärsverksamheten och av ett annat bolag vara positivt i bolagets marknadsbearbetning.

5.1.2.3 Kvalitetsstämpel

Enligt tre bolag av 48 (6 %) torde en börsnotering också innebära en kvalitetsstämpel på bolaget, en markering av bolagets ställning och kvalitet.

5.1.3 Personalrelaterade motiv

21 bolag av 48 (44 %) anger någon form av personalrelaterade motiv i sina prospekt. De personalrelaterade motiven har indelats i följande underkategorier:



Modell 5.3 Personalrelaterade motiv

5.1.3.1 Möjlighet till delägarskap

13 bolag av 48 (27 %) anser att det är positivt för bland annat bolagets framtida utveckling att de anställda ges möjlighet att bli delägare i bolaget.

5.1.3.2 Underlätta rekrytering av personal

Tolv bolag av 48 (25 %) bedömer att en börsintroduktion kommer att underlätta rekryteringen av nya medarbetare och bidra till att göra bolaget till en attraktiv arbetsplats.

5.1.3.3 Motivation av personal

Tre bolag av 48 (6 %) menar att en börsnotering bidrar till att personalens motivation, medvetenhet och engagemang ökar om bolaget är börsnoterat.

5.1.4 Tidpunktsrelaterade motiv

Fyra bolag nämner i sina prospekt att tidpunkten för börsintroduktionen är lämplig. Ett bolag anger tidpunkten som lämplig ur avsikten att sprida ägandet i bolaget, ett annat bolag anser att tidpunkten är lämplig såväl vad gäller bolaget självt som vad gäller bolagets omvärld. Ett tredje bolag uppger att omvärldsfaktorer är viktiga:

”tidpunkten för den föreslagna nyemissionen har valts med hänsyn till att det allmänna klimatet för investeringar på den svenska aktiemarknaden för närvarande är gott. Genom att såväl räntor som inflationstakt ligger på historiskt låga nivåer har många placerare svårt att finna attraktiva alternativ till aktiemarknadsinvesteringar.”

5.1.5 Sammanfattning av motiv till börsintroduktion

Nedanstående tabell sammanfattar de motiv, dels generella dels specifika, som har angivits i prospekten och antal bolag som angivit vart och ett av de motiven.

Motiv till börsintroduktion	Antal bolag	Andel av 48 bolag
Kapitalrelaterade motiv	38	79 %
- Kapitalanskaffning	38	79 %
- Aktier som likvid vid förvärv	7	15 %
- Högre likviditet i aktien	4	8 %
Publicitetsrelaterade motiv	38	79 %
- Stärkt företagsprofil	36	75 %
- Ökad uppmärksamhet på produkter & varumärken	11	23 %
- Kvalitetsstämpel	3	6 %
Personalrelaterade motiv	21	44 %
- Möjlighet till delägarskap	13	27 %
- Underlätta rekrytering	12	25 %
- Motivation	3	6 %
Tidpunktsrelaterade motiv	4	8 %

Tabell 5.1 Sammanfattning av motiv till börsintroduktion

Följande tabell illustrerar hur många av de totalt 10 specifika motiven som har angivits av vart och ett av de 48 bolagen i prospekten.

Antal motiv	Antal bolag
Antal bolag som inte anger motiv	7
Antal bolag som anger 1 motiv	3
Antal bolag som anger 2 motiv	11
Antal bolag som anger 3 motiv	10
Antal bolag som anger 4 motiv	11
Antal bolag som anger 5 motiv	4
Antal bolag som anger 6 motiv	2
TOTALT	48

Tabell 5.2 Antal motiv angivna av de 48 bolagen

Motiv för börsintroduktion
En studie av de bolag som börsintroducerades 1997

Nedan visar vi mer detaljerat kombinationerna av de generella kategorierna som angivits av de 41 bolagen i prospekten. I följande tabell är endast de 41 bolag som angivit motiv representerade.

Kombinationsmöjligheter av motiv	Antal bolag
Kapital-, publicitets-, personal- och tidpunktsrelaterade motiv	3
Kapital-, publicitets- och personalrelaterade motiv	18
Kapital- och publicitetsrelaterade motiv	16
Kapital- och personalrelaterade motiv	-
Publicitets- och personalrelaterade motiv	1
Endast kapitalrelaterade motiv	1
Endast publicitetsrelaterade motiv	-
Endast personalrelaterade motiv	1
Endast tidpunktsrelaterade motiv	1
TOTALT	41

Tabell 5.3 Kombinationsmöjligheter av motiv bland de 48 bolagen

5.2 Sammanställning av intervjuundersökningen

I följande avsnitt presenterar vi det material vi har erhållit i våra 17 intervjuer genomförda med bolag som börsintroducerades 1997. Samtliga kommentarer som har givits av bolagen under intervjuerna presenteras ej, då det ibland bara rör sig om korta svar eller ett enkelt konstaterande. 15 av intervjuerna har genomförts med representanter från ledning från bolag som finns kvar i dag, två av intervjuerna genomfördes med representanter från numera uppköpta bolag.

Av de 17 bolag vi har intervjuat, genomförde sju bolag (41 %) en försäljning av befintliga aktier i samband med sin börsintroduktion. Sex bolag (35 %) gjorde en nyemission medan fyra bolag (24 %) var avknoppningar. Branschfördelningen för de 17 intervjuade bolagen ser ut på följande vis:

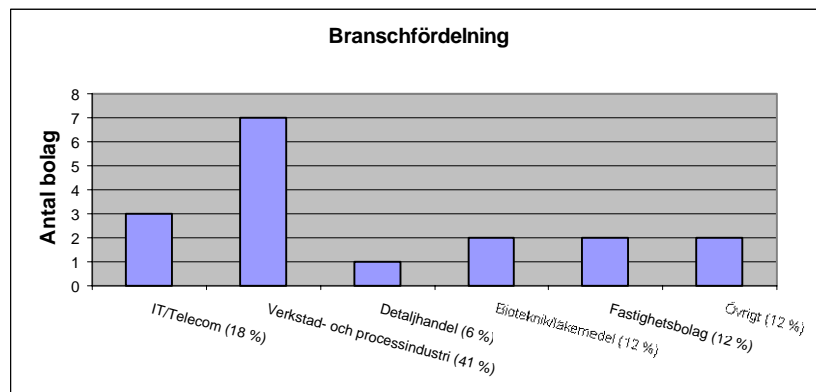


Diagram 5.3 Branschfördelning intervjuundersökningen

Bolagsåldern vid börsintroduktionen bland de 17 bolag vi har intervjuat. Medelåldern för de 17 intervjuade bolagen är 26 år, medianen är 17 år.

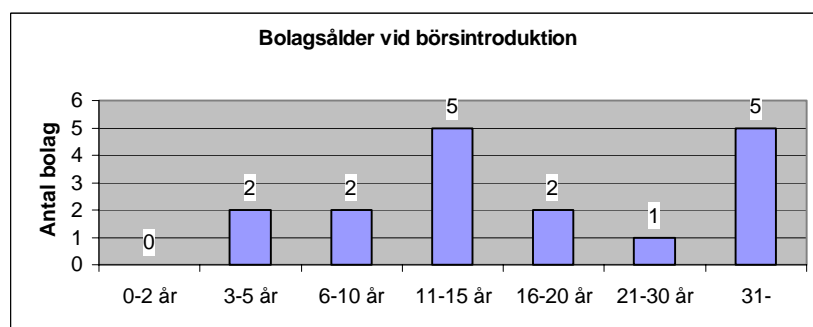


Diagram 5.4 Bolagsålder vid börsintroduktion bland de 17 intervjuade bolag

Följande tabell illustrerar hur många specifika motiv som har angivits i prospekten av de 17 bolag vi har intervjuat.

Antal motiv	Antal bolag
Antal bolag som anger 1 motiv	0
Antal bolag som anger 2 motiv	6
Antal bolag som anger 3 motiv	4
Antal bolag som anger 4 motiv	4
Antal bolag som anger 5 motiv	2
Antal bolag som anger 6 motiv	1
TOTALT	17

Tabell 5.4 Antal motiv angivna av de 17 intervjuade bolagen

Nedan visar vi mer detaljerat kombinationerna av de olika generella motiv som angivits av de 17 intervjuade bolagen i prospekten.

Kombinationsmöjligheter av motiv	Antal bolag
Kapital-, publicitets-, personal- och tidpunktsrelaterade motiv	2
Kapital-, publicitets- och personalrelaterade motiv	6
Kapital- och publicitetsrelaterade motiv	9
TOTALT	17

Tabell 5.5 Kombinationsmöjligheter av motiv bland de 17 intervjuade bolagen

5.2.1 De kapitalrelaterade motiven

Samtliga 17 bolag som har intervjuats angav någon form av kapitalrelaterat motiv i sitt prospekt. Under intervjuernas gång har vi kunnat urskilja att bolagens redogörelser gällande kapitalanskaffning kan indelas i mer specifika kategorier. Dessa underkategorier ser ut på följande sätt: fortsatt expansion genom förvärv, tillgång till riskkapital, aktien som likvid vid förvärv och likviditet i aktien.

5.2.1.1 Fortsatt expansion genom förvärv

Tio bolag av 17 (59 %) har under intervjuerna kommenterat sin fortsatta expansion genom exempelvis förvärv efter börsintroduktionen. Nedan redovisas några av de kommentarer som framkommit under de intervjuerna.

På frågan om de företagsförvärv som har genomförts har underlättats av börsintroduktionen blev ett svar:

”Vi har inte gjort så många förvärv i och för sig, men det är enklare på så sätt att många vill ingå i ett börsnoterat bolag. Men generellt sett, rent finansieringsmässigt har inte det bidragit i och med att inte vi har betalat i aktier.”

Ett bolags ekonomichef angav i intervjun att en nyemission realiserades innan börsintroduktionen, just för att kunna genomföra en så snabb expansion som möjligt. Ett villkor i samband med nyemissionerna var att man skulle notera sig, något som även kommunicerades till investerarna. Själva motivet till börsintroduktionen var eventuella förvärv, bolaget tittade på möjligheterna att ”handla upp emissionspengarna”, och detta var något de lyckades till fullo med.

Ännu en ekonomichef angav i intervjun att huvudskälet till börsnoteringen var att bolaget behövde genomföra ett antal förvärv och behövde kapital till det. Bolaget har kunnat genomföra de förvärv de tänkt, och *"detta har helt klart underlättats av börsintroduktionen"*. En annan person på ett bolag som likaså har gjort väldigt många förvärv, menar att det varit lättare i och med att vara ett börsnoterat bolag.

Ytterligare redogörelser yttrade sig i form av att börsnoteringen har ökat möjligheterna att genomföra strukturaffärer och förvärv, och att den förändringsprocess och utveckling som har skett de senaste fem åren kanske inte hade kommit till stånd på annat sätt.

En annan ekonomichef ansåg att motivet att underlätta förvärv i och med börsintroduktionen får anses som uppfyllt, men att bolaget inte *"gjort mer beror på att vi inte har haft ekonomi. Det är inte börsintroduktionens fel, marknaden har varit tuff och vi har inte fått fram de ekonomiska resurser som behövs."*

En ekonomichef på ett annat bolag bedömde att bolaget expanderat mycket, men att det etableringar som gjordes efter börsintroduktionen kanske inte var de bästa.

En VD på ett bolag ansåg att möjligheten att göra förvärv inte har påverkats speciellt mycket av börsnoteringen.

Nedan följer några kommentarer från de bolag som ej genomfört några förvärv eller expanderat.

På frågan om man anser att man uppnått målet med det angivna motivet att ytterligare expandera eller genomföra förvärv, svarade en ekonomichef på ett av bolagen att :

"Nej, det kan man inte säga. I och med att den här investeringen var något tyngre än vad vi räknade med och konjunkturen vek sig, har vi inte fått den utväxling av investeringen som vi räknat med ännu. Ur den synpunkten har vi inte nått det steget ännu."

Ett annat bolag som ej heller upplevde att detta motiv har infriats menade att *"det har ju inte blivit något köp eller förvärv eller samgående än, men självklart som alla andra bolag tittar vi på det för jämnan och det har gjort det lättare efter introduktionen."*

5.2.1.2 Tillgången till riskkapital

Åtta bolag av de 17 (47 %) som har intervjuats har efter sin börsintroduktion genomfört en nyemission.

Ett av bolagen som har genomfört en nyemission uttryckte sig:

"sen att vi inte har haft en utveckling som har inneburit att vi har gjort några större nyemissioner eller kapitalintäkter, riskkapital det är liksom en annan sak." Det har, menade den vi intervjuade, öppnat upp möjligheten.

Två bolag som ej genomfört någon nyemission förklarade:

"Vi har ej kunnat utnyttja aktiemarknadens kapitalmöjligheter då vår börskurs har legat ganska lågt, därför har en nyemission inte varit aktuell."

”Vi har inte utnyttjat den möjligheten till riskkapital som borde finnas, sen kan man säga att börsern som den har utvecklats så har det inte funnits den möjligheten heller.”

Vad beträffar frågan om börsintroduktionen har gjort att bolaget har fått förbättrade låneutsikter var en kommentar:

”Även om det inte var någon fråga initialt, så är det så att är du börsnoterad och har ett rykte, ett gott renommé och du har ordning och reda är det klart att hitta räntebärande pengar (räntebärande sidan), inte bara riskkapital utan även det säkrare och räntebärande kapitalet, att det förenklas.”

5.2.1.3 Aktier som likvid vid förvärv

Tre bolag som angav i sina prospekt att börsintroduktionen kommer att ge möjlighet att finansiera förvärv genom att emittera nya aktier har intervjuats. Endast ett av de tre bolagen har genomfört förvärv genom att betala med egna aktier, medan två har genomfört förvärv utan att betala med egna aktier.

Av de övriga 14 bolagen som har intervjuats kan det nämnas att ett bolag som ej angivit detta som ett motiv i sitt prospekt har betalat med egna aktier vid förvärv.

En ekonomichef på ett annat bolag som ej genomfört någon nyemission uttalade sig:

”Så småningom kanske vi kan tänkas göra affärer där vi använder aktien som betalningsmedel. Mycket det att kursutvecklingen har varit dåligt. Men även den privata branschen har varit dålig utveckling. Det skulle gå att handla bolag med aktier från vårt bolag, men det har inte blivit det.”

5.2.1.4 Likviditet i aktien

Ett bolag som i sitt prospekt nämner att en notering torde innebära att aktien får en bättre likviditet har intervjuats.

”För låg likviditet i vår aktie, den har handlats för lite. Hög likviditet är viktig för det stimulerar till investerare att gå in för de vet att det köps och säljs. Detta är också någonting som vi tycker hela O-listan oförtjänt har drabbats av. Ytterligare en anledning att vara på A-listan. I och med att uppmärksamheten ökar och det skrivs mer så ökar också handeln med aktien. Därmed inte sagt att aktiekursen blir högre, men i och med att likviditeten i aktien ökar så ökar intresset.”

5.2.2 De publicitetsrelaterade motiven

Samtliga 17 bolag som har intervjuats har i sina prospekt angivit något publicitetsrelaterat motiv till börsintroduktionen. Vid intervjuerna har det framkommit att det är svårt att särskilja hur börsintroduktionen har påverkat de enskilt angivna publicitetsrelaterade motiven, utan bolagsrepresentanterna kommenterade istället exponeringen i sin helhet. Tio av de 17 intervjuade (59%) ser den ökade exponeringen i och med börsintroduktionen som positiv. Det finns fyra bolag (24 %) som ser exponeringen som både positivt och negativt och även två bolag (12 %) som är mer negativt inställda och anser att de får för lite publicitet och uppmärksamhet.

Ett bolag hade inget bestämt svar på frågan om de publicitetsrelaterade effekterna av börsintroduktionen. VD:n för bolaget ansåg på frågan om börsintroduktionen påverkat bolagets renommé och ökat uppmärksamheten, att det ” i praktiken inte medverkat mer än till en viss del, marginellt”

En annan person menade att de publicitetsrelaterade motiv som anges i prospekt är ”sånt som alltid sägs, men egentligen är det bara bullshit. Det enda det handlar om är pengar, privatekonomiska pengar för dem som är ägare. Det är alltid så.” Dock var åsikten att publiciteten efter börsintroduktion har varit positiv för bolaget.

5.2.2.1 Positiv exponering

Tio av de intervjuade uppfattar den publicitetsrelaterade exponeringen bolaget får som positiv.

En ekonomichef ansåg att börsnoteringen medfört att företagsprofilen har stärkts och att bolaget till skillnad från tidigare får en helt annan uppmärksamhet. Detta var även något som ansågs att bolaget haft nytta av i sina affärer. Ekonomichefen menade även att det inte bara är media som har ökat intresset.

”Även konkurrenter och andra som vill köpa och sälja bolag, där finns ett annat intresse nu än vad det gjorde förr. Det var väl kanske ett av skälen till att vi skulle noteras också, att det skulle vara lättare för oss att hitta någon partner, än vad vi nu ville göra.”

Ytterligare ett bolag ansåg att börsintroduktionen medfört affärsmässiga fördelar.

”Det är en dörröppnare, en bland många. Bara börsnoteringen ger det inte, du måste självklart ha en produkt och vara en erkänt bolag på det som vi säljer. Men i tillägg till detta så betyder det att det ändå öppnar.”

En annan ekonomichef ansåg att börsintroduktionen medfört att bolaget är mer känt idag, ”på så sätt har börsintroduktionen varit bra”. Börsintroduktionen har lett till en ökad kännedom om bolaget såväl som ökad status. ”Vi var ointressanta innan börsintroduktionen, intresset för bolaget har ökat.”

Ytterligare en person vi intervjuade förklarade att börsnoteringen tveklöst bidrog till att öka publiciteten. Det var aldrig några bekymmer, det fanns ett större intresse av att investera pengar i bolaget än vad man kunde tillgodose. Personen vi intervjuade menade även att bolaget hade en ”karismatisk VD som var duktig på att få ut budskapet”, vilket bidrog till att öka uppmärksamheten.

5.2.2.2 Positiv och negativ exponering

Fyra av de intervjuade ser exponeringen bolaget får som både positiv och negativ. En av de intervjuade angav de publicitetsrelaterade motiv som angivits i prospektet att vara ett klart sekundärt motiv.

”Verksamheten mår väl varken bättre eller sämre av att vara känd av kapitalmarknaden. Det är inte negativt att omvärlden känner till att bolaget finns. Den exponeringen kan i vissa avseenden betraktas som positivt, men kan också betraktas som en ballast för bolaget. Det tar mycket tid.”

Vidare ansåg den intervjuade att börsnoteringen inte inneburit speciellt högre status för bolaget, men att *"litegrann har man fått gratis"*. Enskilda människor kanske har läst om bolaget, vilket leder vidare till ett strategiskt samarbete osv, men så är inte fallet för bolaget i fråga. Om statusen på bolaget utomlands har förbättrats var den intervjuade tveksam till, men talade samtidigt om kollegor som fått sina bolag sålda och att det är lättare att komma till avtal om man är börsnoterat bolag – ett publikt bolag förefaller säkrare.

En av de intervjuade ansåg att motivet ökad uppmärksamhet kan ses på olika sätt, men att det är något negativt just nu beroende på den allmänna lågkonjunkturen och telekomsektorn. Däremot ansåg personen att renommén ökar oberoende av konjunktur och ger en viss kvalitetsstämpel på bolaget.

En ekonomichef gav svaret:

"I och med att man är börsnoterad så får man en annan exponering och den är på gott och ont, personalmässigt och mediemässigt och så har man mycket publicitet, personalen får säkert en ökad motivation av att man är ett börsbolag. Men exponeringen kan ju ha en nackdel också."

5.2.2.3 För lite publicitet

Två bolag uppgav under intervjuerna att de ansåg sig få för lite publicitet. En av de bolagsrepresentanter vi intervjuade, uppgav att uppmärksamheten som förväntades öka till följd av en börsnotering inte har fått den genomslagskraft som bolaget förmodat.

"Vi har fått för lite uppmärksamhet, vi har inte fått tillräckligt tycker vi. Vi noterar det att A-listan uppmärksammas mycket mer, och det är inte tillfredsställande. Vi hade förväntat oss att få mycket mer uppmärksamhet."

Problematiken, menade personen vi intervjuade, ligger i att hela O-listan behandlas med mindre uppmärksamhet än vad den borde göra. Om bolaget i fråga hade haft möjligheten, hade de i stället valt att registreras på A-listan, då *"uppmärksamheten och kvalitetsstämpeln på A-listan är större."*

En ekonomichef talade om att bolaget har fått vissa affärsmässiga fördelar, men att uppmärksamheten efter börsintroduktionen har varit för låg.

"Industrin har varit rätt ointressant, den analytikerinsats som har ägt rum sedan -97 har varit närmast obefintlig." En förklaring till detta ansågs vara att det inte funnits plats, utan att IT-branschen tagit för stor del. Åsikten att IT-branschen tagit för stor uppmärksamhet delades av en VD på ytterligare ett tredje bolag.

5.2.2.4 Kvalitetsstämpel

Tre bolag anger i sina prospekt att en börsnotering torde innebära en kvalitetsstämpel på bolaget. Två bolag av dem har intervjuats och tillfrågades huruvida de ansåg att kvalitetsstämpeln på bolaget ökat i och med börsintroduktionen, såsom de angivit i prospektet. En person på ett av bolagen ansåg att så inte var fallet, och att det berodde på den lista bolaget var noterad vid: att *"uppmärksamheten och kvalitetsstämpeln på A-listan är större."*

En VD på det andra bolaget förklarade att börsintroduktionen har varit till nytta.

”Inte minst internationellt så betyder det att är man ett publikt bolag; då vet man både i Sverige och utomlands att man därmed har en viss nivå och att man är så att säga erkänd eller etablerad.”

Den kvalitetsstämpeln gäller enligt den VD:n inte minst ur en finansiell synpunkt. *”Det är likadant då du ska göra finansieringar t ex., du ratas (=rating) i allmänhet på ett annat sätt. Om du ska göra en större finansiering, så säger man att man är börsnoterad så blir processen lite annorlunda, den blir enklare och du kan använda andra referenser på ett helt annat sätt. Så där tycker jag det definitivt hjälper till.”*

”Du får en kvalitetsstämpel på dig, inte minst ur en finansiell synpunkt. I och med det blir processen något annorlunda, det är möjligt att du också kan argumentera och sänka bankens pris i form av räntemarginaler eller vad det nu är, då kan jag så att säga pressa några punkter på detta.”

5.2.3 Personalrelaterade motiv

Åtta bolag av de 17 (47 %) som har intervjuats angav något personalrelaterat motiv i sitt prospekt.

5.2.3.1 Underlätta rekrytering av personal

Fem bolag (29 %), vilka i prospekten bedömde att börsintroduktionen kommer att underlätta rekryteringen av nya medarbetare, har intervjuats. De intervjuade personerna delar samma uppfattning: det är svårt att säga till vilken grad rekryteringen av personal har underlättats av börsintroduktionen, men att det är något som ger en positiv signal till potentiella anställda.

5.2.3.2 Motivation av personal

Tre bolag angav i sina prospekt att en börsintroduktion bidrar till att öka personalens motivation. Samtliga tre bolag har intervjuats. Två personer svarade vid intervjutillfället att personalen säkert har fått en ökad motivation av att bolaget är börsnoterat. Ett av dem berättade om att *”tanken var att optionsprogrammet skulle vara ett bra motiveringsmedel och incitament, men i och med att börsen har gått som den har gjort har det inte blivit det, tyvärr.”*

En VD på det tredje bolaget hade följande svar på frågan om personalens motivation ökat i och med bolagets börsintroduktion:

”Nej, där är det mycket marginellt. Det har nog mer att göra med utvecklingen. Vi kom tyvärr att få en mycket kraftigt försvagad marknad vilket innebar att bolagets lönsamhet sjönk väldigt drastiskt ett par år efter introduktionen vilket gjorde att vi var tvungna att omstrukturera bolaget väldigt kraftigt och sälja ut betydande delar av verksamheten. Det har alltså varit under ett par år i princip en kamp för överlevnad, det har inte med själva börsnoteringen att göra men det påverkar hela atmosfären och känslan runt om och jag kan alltså inte säga att den positiva effekten – hade vi haft en positiv utveckling i verksamheten, ja då får du också en positiv utveckling bland anställda för då stiger värdet på bolaget. Däremot om du går åt andra hållet, då får du nästan baksides, motsatt effekt. Då blir det egentligen inte, en notering i sig kan inte reparera detta och heller inte så att säga dölja detta utan snarare tvärtom kanske förstärka det pga att det kan vara anställda som har köpt aktier och så när kursen faller, som i vårt fall mycket kraftigt, då blir det tom en negativ effekt då blir

det privatekonomiskt kännbart att bolaget går dåligt. Det är den balansgången man har, det är många som har erfarit detta de senare åren."

Ytterligare två av bolagen vi har intervjuat, som ej angivit personalens motivation som ett motiv till en börsintroduktion, påpekade det faktum att det stimulerar medarbetarna att vara ett börsnoterat bolag och att det "blir ett visst intresse och en stolthet".

5.2.4 Tidpunktsrelaterade motiv

Två bolag som angav att tidpunkten var lämplig i sina prospekt har intervjuats. En ekonomichef svarade vid intervjutillfället att det var de dåvarande ägarna som tyckte att det var en lämplig tidpunkt. Huvudskälet var en exit för dåvarande ägare. Det andra bolagets ekonomichef ansåg att det var mer av en slump, bolaget hade kommit så långt i förändringsprocessen och kände sig mogna för förvärv.

Bland de övriga bolagen som har intervjuats var några svar att valet av 1997 som det år bolaget börsintroducerades berodde på att bolaget var moget och att det var ett steg i en naturlig utveckling. *"Naturlig utveckling, en process som hade pågått. Man gjorde bedömningen att det var dags att ta nästa steg"*, var ett svar.

En annan förklaring var att *"bolaget hade kommit upp till en viss substans i likvidflödet."* Det fanns en *"hållbar struktur och med ett säkrat kassaflöde."*

Två personer vi intervjuade angav att börsintroduktionen inte hade några som helst legala- eller skattemässiga skäl.

Ett bolag skulle ha börsintroducerats redan 1996, men *"valde fel partner"*. Bolaget avbröt processen, och började om på nytt med en annan partner.

5.2.5 Övriga kommentarer under intervjuerna

5.2.5.1 Informationsgivning

Bland de 17 bolag som intervjuades, kommenterade tio av de intervjuade (59 %) den ökade information bolaget måste offentliggöra samt den åtskillnad som måste göras på intern och extern information. Fem av 17 intervjuade (29 %) uppfattade den ökade informationsgivningen som negativ, medan de andra fem personerna (29 %) som har kommenterat detta hade en mer neutral åsikt.

Av de fem personerna som var negativt inställda (29 %), ansåg en ekonomichef att nackdelen med att vara ett börsnoterat bolag är att man släpper ut information, något som även skadar konkurrenskraften.

"Om man är ett ganska litet bolag som vi så blir man ju väldigt genomlyst, börserna ställer väldigt höga krav".

En annan uppfattning hos en person vi intervjuade var att informationsflödet begränsades kraftigt när bolaget skulle börsintroduceras, innan hade mycket information cirkulerat internt. Ännu en person delade samma åsikt:

”Problemet är den här slutenheten som det medför i bolaget. Att man inte kan informera så öppet som vi gjorde tidigare utan nu är vi ett antal insiders som måste hålla på de reglerna.”

En annan kommentar var:

” I ett bolag som vårt så vill man informera om allt, jämt egentligen, för att alla skall vara engagerade. I samband med börsintroduktion så får vi inte det, utan det är samtidigt det vi informerar om kan bli kurspåverkande måste vi informera både internt och externt samtidigt. Så det är negativt, det blev en kulturkrock i vår värld.”

Ett annat uttalande var att *”personalen inte tyckte det var så kul. Innan var bolaget öppet med sin information. Med börsintroduktionen blev det en sluten organisation.”*

Av de fem bolagsrepresentanter som hade en neutral åsikt om den ökade informationsspridningen förklarade en person:

”Vi bedömer att vi inte har behövt släppa information som kan skada verksamheten. Men det är naturligtvis en balansgång. Aktieägarna och marknaden anser sig har rätt och med rätt att veta hur bolaget utvecklas och då får man formulera sin information på så sätt att man inte skadar verksamheten.”

En tillfrågad VD menade att den ökade genomlysningen av bolaget hade både haft positiva och negativa effekter; positiva i form av att bolaget fått *”ordning och reda”* på affärerna och en ökad koll på bolagets läge genom de högre kraven på ekonomistyrningssystem. De negativa effekterna ansågs vara att det egentligen är för stor genomlysning vad beträffar konkurrenter eftersom bolaget inte är så stort. Dock kunde det inte sägas om det direkt skadat bolaget, men det ansågs ändå att detta var en negativ aspekt.

En ekonomichef på ett bolag menade, *”Att kunder skulle få större insyn i företaget bedömdes som en liten nackdel, men samtidigt har man ju en offentlig årsredovisning.”* En annan kommentar var:

”Det är ingenting som har påverkat oss det minsta. Egentligen ingen skillnad från innan introduktionen. Nästan inga förändringar alls i den vägen.”

En annan person svarade på frågan om det ökade informationsflödet ses som negativt, att många bolag resonerar så, men i och med att *”vi hade mycket god ekonomi och ett licensavtal som garanterar ett kassaflöde. Det var bara till vår fördel att kunna påvisa dessa saker.”*

”Men vad som varit negativt med att vara ett börsnoterat bolag är att det har tagit mycket kraft i form av rapportering och info till marknad och aktieägare. Vi har inte utökat vår informationsfunktion eller ekonomifunktion, så det har nog blivit lite lidande. Sånt där görs ju stegvis. Bara för att man är ett börsnoterat bolag kan man inte anställa ytterligare två personer för att man har kostnadskrav på sig, så det är först när bolaget har fått den substans vi har nu som man kan ha IR osv.”

5.2.5.2 Kvartalsrapportering

Vid sju intervjutillfällen (41 %) berättades det om de ökade kraven i form av kvartalsrapporter, vilket påpekades som ett mer eller mindre stort problem.

En ekonomichef uppfattade denna kortsiktighet negativt och menade att det faktum att det alltid är kvartalsvis rapportering av resultat gör att:

”det är svårt att hålla ansikte i vissa fall och göra stora investeringar för det slår direkt på aktiekursen.”

Två personer vi intervjuade menade att kvartalsproblematiken uppstår eftersom bolagen har en ojämn försäljning. Den ena av dem förklarade att det:

”varierar mycket i vår bransch mellan kvartal, går det dåligt en period syns det direkt. Ska man vara med får man stå ut med det.”

Den andra personen ansåg att:

”där har vi en pedagogisk uppgift att förklara för marknaden, att det inte går att jämföra kvartal med kvartal utan jämföra med långsiktig utveckling.”

En ytterligare beskrivning av problemen med kvartalsekonomin och ”förväntningsramen” var följande:

”Ju fegare ett bolag blir på finansmarknaden ju kortare blir förväntningshorisonten. Marknadens tålamod är betydligt kortare än myndigheternas krav.”

Andra kommentarer har varit:

”Man får alltid den där kortsiktigheten med kvartalsbokslutsproblematiken.”

”Nu måste vi göra delårsrapporter...”

”Dessutom kräver det mer i den här kvartalsrapporteringen än vad vi var vana vid tidigare.”

5.2.5.3 Kostnader för att vara börsnoterad

Vid elva av de 17 intervjuerna (65 %) uttalade sig de intervjuade om kostnaderna för att vara börsnoterad. Sex av dem (35 %) uppfattade dessa kostnader som negativa, de andra fem (29 %) bolagen var av en mer neutral åsikt.

Av de sex bolagen som uppfattade kostnaderna för att vara börsnoterade som negativt, uttryckte sig en ekonomichef att något som talade emot en börsnotering var den ökade kostnadsmassan.

En annan ekonomichef ansåg att det är en relativt hög kostnad att vara på börsen och att detta är något som känns av.

”Det känns som om den kostnadsökningen finns där hela tiden.” Ökade krav hela tiden, men ingenting man kan påverka.

En annan uppfattning var:

”Inte bara kostnader kring prospektet, men efter kommer kostnader som egentligen inte betyder något för utvecklingen.”

En VD på ett bolag ansåg att man får sätta kostnaden för att vara börsnoterad i relation till vad man får ut.

” Kostnaden kan bestå av flera olika delar, självklart finns det en börsavgift, självklart finns det en kostnad för att hålla VPC-registrering osv.. Sen finns det många indirekta kostnader där man måste ha en annan typ av informationsgivning, vi måste hålla pressreleaser, vi måste nå våra aktieägare, årsredovisning etc. Allt det där gör ju att man måste ha folk som sysslar med det. Om man tittar på bolaget som det är i dag vilket är ju väsentligt mindre än vad det var när det noterades, så är det en mycket kännbar kostnad. Speciellt om man sätter det i relation till vad man får ut. Använder man inte börsen som en källa för kapital, för finansiering av bolaget, så blir det dyrt. Det är pengar som du tar ut utan att egentligen få så mycket i return. I vårt fall, vid själva noteringen så tyckte jag att det var väl motiverade kostnader. Utvecklingen för bolaget som sådant respektive bolagets värdering på börsen har sammantaget gjort att idag känns det som om att det är betungande kostnader.”

Av de fem bolagen (29 %) som hade en mer neutral åsikt om kostnaderna för att vara börsnoterad, menade en person att det kostar att vara på börsen, men att i detta bolags fall har det ej lagts ut så mycket pengar.

En ekonomichef på ett bolag ansåg att:

”de kostnaderna för att vara på börsen vägs upp av att man tvingas att kunna kommunicera och visa upp alla affärer gör att det blir väldigt god ordning i bolaget också. Alla står inte på tå för att göra ett bra jobb, man vet att man blir synad. Internt är det till stor nytta. Så, netto kostar det inte speciellt mycket pengar att vara på börsen. Det man inte kan förklara för andra kanske man inte ska göra själv heller.”

Andra röster som hördes om kostnaderna för att vara på börsen var:

”Tyngre från och med i år, de har höjt avgiften. Vi lägger ner mer jobb på årsredovisning än vad vi kanske hade gjort annars. Det är klart att det kostar en del, men det är inget avgörande.”

En ekonomichef ansåg att kostnaderna inte var så betungande, men att:

”Kostnaderna för introduktion eller emission är hutlösa, de står inte i proportion till tids och arbetsinsatsen. Men vi prutade mycket.”

En annan kommentar kring diskussionen om kostnaderna är betungande för att vara börsnoterad var:

”Nej, absolut inte. Det är ingenting emot de värden som skapades för aktieägarna.”

5.2.5.4 Ägarrelaterade motiv

Vid samtliga intervjutillfällen har vi ställt frågan om det fanns några ägarrelaterade skäl till varför bolaget börsintroducerades. Svaren på denna fråga varierade och kunde inte besvaras av samtliga bolag. Sex av de 17 (35 %) intervjuade svarade ja på frågan om det fanns några ägarrelaterade skäl till börsintroduktionen. Tre (18 %) svarade att det absolut inte fanns några ägarrelaterade skäl. Av de övriga intervjuade kunde vi ej få något klart svar på frågan.

För ett av de intervjuade bolagen uppgavs situationen vara som sådan att ägarna behövde pengar och försökte sälja ut bolaget till konkurrenter. Prislappen var dock för dålig, men hur den fortsatta utvecklingen i ägarspridandet kom att te sig och hur den ser ut idag är den person vi intervjuade nöjd med. En annan person svarade att det var

en ”*typisk ägarfråga.*” En VD på ett bolag som börsintroducerades som ett renodlat bolag gav följande förklaring:

”Först och främst, i och med att det var en utförsäljning var det ett ägarbeslut som styrde att det här blev noterat. Ägaren ansåg att man fick ut bästa pris på att göra det på det här sättet, det var helt aktieägarstyr, valet. Självklart tittade man på om det skulle bli några nackdelar för själva bolaget, men det tyckte vi inte att det skulle bli. Bolaget var en så pass självständig enhet så att losskopplingen i sig inte skulle innebära några kommersiella försvagningar.”

Vid ett intervjutillfälle med en ekonomichef då denne tillfrågades de motiv som angavs i prospektet, framgick det att huvudargumentet till börsintroduktionen, vilket ej nämndes i prospektet, var en ägarspridning och ägarförändring. *”Ägarna hade sina huvudargument och internt undrade man om det var bra att bli styrd av marknaden.”*

En annan tillfrågad person berättade att det var helt och hållet ägarrelaterade skäl till varför bolaget börsintroducerades. Ett annat bolag skulle genomföra en större investering och inför den investeringen hade de lite olika alternativ. De bestämde sig för att de måste bredda ägandet i bolaget, för själva var de inte beredda att ta den risken det innebar annars att göra den investeringen i det befintliga bolaget. Detta var huvudmotivet till börsintroduktionen.

En intervjuad person underströk att det inte fanns några ägarrelaterade skäl till bolagets börsnotering, *”det fanns inte hos de ursprungliga ägarna något intresse av att sälja av. Vi börsnoterade inte det här bolaget för att ägarna skulle kunna gå iväg med en påse pengar, det fanns inte en tanke.”* Ytterligare två bolag svarade att det inte fanns några ägarrelaterade skäl till bolagets börsintroduktion.

En ekonomichef på ett bolag menade att ett problem har varit att bolaget bytt huvudägare flera gånger under de år som gått. Detta medför att det är svårt att få kontinuitet i styrelsearbetet.

En annan mening var att det för detta bolag finns *”en inlåsningsseffekt eftersom vår ägarbild ser ut som den gör, det kan vara negativt möjligtvis för kursutvecklingen men för bolaget så är det bra att ha en långsiktig och stark ägare. Vi som jobbar i bolaget tycker att det är bra, men analytiker och andra tycker kanske att de har en för stor andel”*

5.2.5.5 Var börsintroduktionen den bästa lösningen för bolaget?

Bolagen tillfrågades vid intervjuerna om börsintroduktionen är den bästa lösningen för bolaget. Ett av bolagen valde att inte svara på frågan, de andra 16 intervjuade bolagen gav följande svar:

”Det har inte funnits något annat alternativ. Men om man inte behöver pengarna, och det har vi inte behövt än, då är det dyrare att vara ett börsbolag än att inte vara det. Men jag tror att det jämnar ut sig, det är bättre att vara ett börsbolag.”

”Har inga ambitioner att snegla bakåt och säga att det var bättre på det gamla sättet.”

”Ja, det vill jag nog säga.”

”I sin helhet, det är svårt att se några alternativ som är bättre.”

”En samvetsfråga. Jag skulle nog svara ja. Måste tänka tillbaka på hur situationen var då, och med den synvinkeln var det den bästa lösningen.”

”Rätt med börsintroduktion i den sits bolaget befinner sig i idag.”

Ett av bolagen som noterades som ett renodlat bolag ansåg att som bolagsformen varit innan hade den inte hållit i längden, dock måste bolaget bli större för att klara av att utvecklas.

”Mycket bra lösning”

”Ja, jag vill nog påstå det. För det första är det anskaffning av kapital, det är en sak, för det andra: kan man dessutom anskaffa kapital kan man ha korta beslutsvägar. Det är nästan en önskesits.”

”Det fanns andra alternativ, men det var nog rätt lösning.”

”Ja, då var det absolut den bästa lösningen. Men nu är ju frågan, det beror på hur börserna utvecklas.”

En av de tillfrågade svarade att bolaget förmodligen klarat sin likviditet även utan introduktionen, men att det inte hade funnits några andra alternativ.

5.2.6 Sammanfattning av kommentarer under intervjuerna

Följande tabell är en sammanfattning för att tydliggöra vilka mål med de angivna motiven som har uppfyllts för de bolag som angivit de motiven i prospektet. Exempelvis har åtta av de 17 intervjuade bolagen, som angivit kapitalanskaffning som ett motiv i prospektet, expanderat genom förvärv efter börsintroduktionen. Bland de 17 intervjuade bolagen som angivit ett publicitetsrelaterat motiv i prospektet är tio bolag positivt inställda till den exponering bolaget fått efter börsintroduktionen. Åtta av de 17 intervjuade bolagen angav något personalrelaterat motiv i prospektet, av dem anser exempelvis fem bolag att börsintroduktionen har underlättat rekryteringen av anställda.

Motiv för börsintroduktion
En studie av de bolag som börsintroducerades 1997

	Antal intervjuade bolag som angivit detta motiv i prospektet	Antal intervjuade som anser målet med motivet vara uppfyllt	Antal intervjuade som inte anser målet med motivet vara uppfyllt
Kapitalrelaterade motiv	17		
- börsintroduktionen har underlättat expansion genom förvärv	(17)	8	2
- utnyttjat tillgången till riskkapital (nyemission)	(17)	8	
- har använt aktier som likvid vid förvärv	3	1	2
- ökad likviditet i aktien	1		1
Publicitetsrelaterade motiv	17		
- Positiv inställning	(17)	10	
- Positiv och negativ inställning	(17)	4	
- För lite publicitet	(17)	2	
- Kvalitetsstämpel	2	1	1
Personalrelaterade motiv	8		
- Underlättat rekrytering	5	5	
- Ökning av personalens motivation	3	2	1

Tabell 5.6 Korsrelation mellan prospekt och intervjuer

Nedan följer en redogörelse av övriga kommentarer som har framkommit under intervjuernas gång. Exempelvis har fem av de 17 intervjuade bolagen en negativ inställning till de kostnader bolaget betalar för att vara börsnoterad.

Övriga kommentarer från bolagen	Antal intervjuade bolag som kommenterat
Övriga kommentarer	
- Informationsgivning – negativ inställning	5
- Informationsgivning – neutral inställning	5
- Kvartalsrapportering – negativ inställning	7
- Kostnader – negativ inställning	6
- Kostnader – neutral inställning	5

Tabell 5.7 Övriga kommentarer under intervjuerna

6. ANALYS

I följande kapitel presenterar vi vår analys av undersökningen, där vi evaluerar de två olika delarna av undersökningen och de resultat som dessa delar genererat.

6.1 Prospektundersökningen

6.1.1 Generella aspekter

Vid undersökning av de 48 prospekten har vi kunnat konstatera att det finns ett antal vanligt förekommande motiv till varför man väljer att börsintroducera ett bolag och att dessa motiv ter sig relativt lika från bolag till bolag. Flertalet av de olika motiven återfinns alltså bland bolagen och formuleringarna är ofta väldigt närliggande. Vi har även funnit att sju av de 48 bolagen (15 %) i vår undersökning av någon anledning ej anger några klara motiv alls till sin börsnotering.

Överlag kan det sägas att de flesta bolagen väljer att ange ett par generella motiv till börsintroduktionen (*se tabell 5.2*) och det är få av företagen som vidareutvecklar och preciserar dessa motiv. Framförallt är detta tydligt för det mer specifika motivet kapitalanskaffning, vilket ingår i vår generella kategori kapitalrelaterade motiv. Av totalt 38 bolag som angivit något kapitalrelaterat motiv har samtliga bolag haft någon formulering i prospekten som är så pass närliggande i sin formulering att det ingår i motivet kapitalanskaffning. (*Se tabell 5.1*) Vad vi kan konstatera, är att motiven till börsintroduktionen alltså tenderar att vara väldigt lika för de olika bolagen.

Högholm & Rydqvist (1993) skriver att formuleringarna av bolagens motiv är väldigt standardiserade och verkar vara tagna direkt från fondkommissionärens checklista. Vi är av samma åsikt. Vi ställer oss frågan varför bolagen inte vidareutvecklar hur målen med motiven skulle kunna påverka det enskilda bolaget?

Vidare kan nämnas att medelåldern för de 48 bolag som ingick i vår undersökning är 24 år, vilket i stort stämmer överens med Högholm & Rydqvist (1993) som i sin undersökning fick en medelålder på 30 år. En förklaring till att medelåldern skiljer sig något tror vi kan ligga i att Högholm & Rydqvists undersökning är äldre. Därtill kommer det faktum att IT-bolagen ej hade gjort sitt intåg på marknaden vid tidpunkten för Högholm & Rydqvists undersökning, vilket de däremot börjat göra vid tidpunkten för vårt undersökningsår 1997.

Att IT-bolagen är en existerande bransch kan vi fastställa genom att observera branschfördelning av de 48 bolag som ingår i vår undersökning. 12 av 48 bolag (25%) ingår i IT- och Telecom branschen och utgör därmed vår näst största kategori. Den största kategorin utgörs av industriföretag, där 14 av 48 bolag (29 %) ingår. Jenkinson & Ljungqvist (1996) konstaterar i en jämförelse av "Continentaleurope", där även Sverige inkluderas, med USA att börsintroduktioner bland de europeiska företagen företrädesvis är traditionella industriföretag och banker. Branschfördelningen av

bolagen i vår undersökning stämmer delvis överens med Jenkinson & Ljungqvist, då verkstad- och processindustri fortfarande är den största kategorin. Undantaget är den stora andelen av IT- och teleombolag. Detta kan förklaras med liknande resonemang vi förde ovan med Högholm & Rydqvists undersökning.

Jenkinson & Ljungqvist skriver vidare att i drygt hälften av fallen av börsintroduktioner i Sverige ger bolagen ut nya aktier i syfte att skaffa nytt kapital. Bland de 48 bolag som ingår i vår undersökning genomförde 29 bolag (60 %) en nyemission i samband med sin börsintroduktion, vilket är en siffra som överensstämmer med Jenkinson & Ljungqvist.

Vad vi har sett anges inga negativa aspekter av motiven i prospekten. Även om de flesta företag står inför en rad avvägningar inför beslutet att börsintroduceras, beaktas alltså dessa inte.

6.1.2 Jämförelse med teorin

Nedan följer en jämförelse av de motiv vi funnit i prospekten med vad som skrivits i de vetenskapliga artiklar som vi studerat.

6.1.2.1 Kapitalrelaterade motiv

- I vår undersökning har vi funnit att 38 av 48 bolag (79 %) anger kapitalanskaffning som ett motiv för börsintroduktionen. Detta stämmer väl överens med det Röell (1996) skriver, att tillgång till nytt kapital för framtida tillväxt och expansion (vilket inkluderas i vår kategori kapitalanskaffning) är det motiv som företag oftast anger som huvudskäl för sin börsintroduktion.
- Som vi tidigare skrivit är de kapitalrelaterade motiven mycket generellt beskrivna i prospekten. En vanlig formulering lyder till exempel att "bolagets tillgång på riskkapital förbättras," vilket kan tolkas på fler än ett sätt. Antingen att bolagets tillgång på riskkapital via aktiemarknaden förbättras eller att tillgången på kapital via penning- eller kreditmarknaden förbättras eller helt enkelt att båda finansieringskällorna förbättras. Det är svårt att utröna vad företagen egentligen menar med detta påstående. Bland prospekten har vi inte hittat något bolag som uttryckligen skriver att börsintroduktionen kommer förbättra bolagets möjligheter till lånefinansiering eller att lånekostnader kan tänkas minska på grund av den förbättrade statusen som börsföretag. Pagano et al. skriver 1995 i ett working-paper att det är en något förvånande effekt av börsintroduktionen att den även förbättrar utsikterna att få tillgång till annat kapital än just via aktiemarknaden. Med tanke på att denna artikel publicerades först 1998 och våra undersökta bolag börsintroducerades 1997, ställer vi oss frågan om detta var något som bolagen beaktade i samband med börsintroduktionen?
- Angående likviditet i aktien för en förestående utförsäljning av bolaget, har inte ett enda företag angett detta uttryckligen som motiv för börsintroduktionen. Dock finns det en rekommendation i bolagslagen att företagen skall ange huruvida de största aktieägarna avser att behålla eller sälja ut sina andelar vid

börsintroduktionstillfället. (Se 3.4 *Börsintroduktionsprocessen*) Detta har vi sett att företagen följer. Vad som däremot inte står, i de flesta fall, är vad huvudägarna har tänkt att göra efter börsintroduktionstillfället. Att motivet att sälja ut bolaget inte skulle ligga till grund för en börsintroduktion, såsom vi funnit i prospekten, torde dock kunna bestridas. I Högholm & Rydqvists (1993) undersökning av den svenska marknaden 1970-1991 visades ju att hela 41 % av de börsintroducerade företagen såldes ut helt och hållet inom fyra år efter börsintroduktionen, vilket visar att detta motiv torde vara nog så viktigt. Att detta motiv (ofta ägarrelaterat) inte står med i prospekten, även om det i verkligheten är ett viktigt motiv, kan förklaras av de argument som framkommit av de vetenskapliga artiklarna inom detta område. Röell (1996) skriver exempelvis att en annonsering om en intention av ägarna att sälja med all säkerhet skulle sänka priset vid introduktionen.

- Fyra bolag av 48 (8 %) har dock nämnt likviditet i aktien som motiv för börsintroduktionen. Dessa torde dock mena att börsintroduktionen kommer att öka omsättningen i handeln av aktien. Varför de vill skapa likviditet är emellertid osagt. Att få en hög likviditet i aktien kan vara viktigt och som Röell (1996) skriver kan det till och med vara en nödvändig förutsättning för anskaffandet av kapital, både eget kapital och lån. Men som vi konstaterat är det ytterst ovanligt att företagen vidareutvecklar sina motiv i prospekten, vilket gör det svårt att verkligen förstå vad bolaget menar. Att så få företag har angett detta motiv kan kanske dock tyda på att i begreppet "likviditet i aktien" skulle en eventuell "exit" eller försäljning av bolaget kunna intolkas, vilket som vi tidigare argumenterat för helst undviks av företagen.
- Pagano et al (1998) menar att europeiska företag börsintroduceras för att balansera sina räkenskaper efter en period av investeringar och hög tillväxt. Endast ett par företag i vår undersökning har uttryckt att börsintroduktionen med dess kapitalmöjligheter innebär en minskning av bolagets nuvarande skuldbörda eller att bolagets finansiella ställning stärks. Paganos et al resonemang anser vi således inte vara tillämpligt på våra bolag.

6.1.2.2 Publicitetsrelaterade motiv

- Högholm & Rydqvist (1993) skriver i sin undersökning att 67 % av de studerade bolagen uppger publicitet som ett motiv för börsintroduktion. Av de 48 bolag vi har undersökt, angav hela 38 bolag (79 %) ett publicitetsrelaterat motiv för sin börsintroduktion. Vi har jämfört den kategori som Högholm & Rydqvist har kallat publicitet i sin undersökning med den kategori vi benämner publicitetsrelaterade motiv, och anser att dessa är jämförbara. Kan det vara så att publicitetsrelaterade motiv blivit viktigare för företagen?
- Ritter & Welch (2002) liksom Röell (1996) visar ju viss skepsis inför publicitetsrelaterade motiv. Så vitt vi kan bedöma efter undersökningen av prospekten, är dessa motiv, trots att de är lika vanligt förekommande som de kapitalrelaterade motiven, snarare sekundära motiv. Detta baserar vi på att inget företag endast anger ett publicitetsrelaterat motiv. Det verkar snarare vara så att den ökade publiciteten som bolaget får genom börsintroduktionen och genom att

vara börsnoterad ses som en positiv effekt, men detta motiv tycks inte ha någon avgörande betydelse för själva beslutet att introduceras.

- Något Gometz et al (1997) nämner är att den massmediala exponeringen även kan medföra rent affärsmässiga fördelar. Detta är dock något som sällan uppmärksammas i de undersökta prospekten. Formuleringarna kring de publicitetsrelaterade motiven är något oklara och ospecificerade, och kan därför inkludera mycket mer än vad som explicit står. Till exempel är det 36 företag av 48 (75 %) som skriver att börsintroduktionen kommer att stärka företagsprofilen och ge en ökad uppmärksamhet från omvärlden. Liknande formuleringar är att börsintroduktionen kan komma att ha en positiv inverkan på bolagets verksamhet och förutsättningar för framtida utveckling. Vad menar företagen med dessa formuleringar? Är det de affärsmässiga fördelarna de syftar på?

6.1.2.3 Personalrelaterade motiv

- Högholm & Rydqvist (1993) finner att 41 % av de undersökta bolagen anser att möjligheten till delägarskap för de anställda är positivt. I vår undersökning anser 13 bolag av 48 (27 %) att möjligheten till delägarskap för de anställda är positivt. En möjlig förklaring till denna stora skillnad skulle kunna vara att majoriteten av de bolag undersökta av Högholm & Rydqvist börsintroducerades under åren 1983-1987, då det var en bull-marknad på börsen vilket medförde att exempelvis optionsprogram framstod som mer attraktiva.
- 23 % av bolagen i Högholm & Rydqvists undersökning anser att börsintroduktionen kommer att underlätta rekrytering av personal. Vi har erhållit ett liknande resultat, där 12 bolag av 48 (25 %) anger samma motiv för börsintroduktion.
- Även vad beträffar motivet att personalens motivation ökar med en börsintroduktion, erhåller vi liknande resultat som i Högholm & Rydqvists undersökning. 8 % av bolagen i deras undersökning angav detta motiv, vår motsvarande siffra i vår undersökning är 3 bolag av 48 (6 %).

6.1.2.4 Tidpunktsrelaterade motiv

- Fyra bolag av 48 (8 %) har skrivit något angående tidpunkten för börsintroduktionen i sina prospekt. Gometz et al (1997) skriver att tidpunkten för introduktionen ofta är noga genomtänkt av bolaget. Att inte fler bolag i vår undersökning anger tidpunkten som ett motiv i prospekten anser vi vara något underligt. Betyder det att bolagen anser att introduktionen är ett så pass naturligt steg i utvecklingsfasen att det inte är något som är värt att kommentera?
- Två bolag av 48 (4 %) har i sina prospekt explicit uppmärksammat omvärldens och marknadens inverkan på valet av tidpunkt i sina prospekt. Ett av dessa bolag skrev att *"tidpunkten för den föreslagna nyemissionen har valts med hänsyn till det allmänna klimatet för investeringar på den svenska aktiemarknaden för närvarande är gott. Genom att såväl räntor som inflationstakt ligger på historiskt*

låga nivåer har många placerare svårt att finna attraktiva alternativ till aktiemarknadsinvesteringar". Lucas & Macdonald (1990) skriver att företag tenderar att skjuta fram sin introduktion om marknaden är bearish och sätter ett för lågt värde på bolaget. Bolaget inväntar då en bullish period som ger bolaget en mer gynnsam prissättning, vilket verkar vara det som detta företag har gjort. Vi antar att det inte är bara var de ovan nämnda företagen som ansåg att marknaden var gynnsam. Vi frågar oss således, varför de andra företagen inte uppmärksammat detta?

6.2 Intervjuundersökningen

6.2.1 Jämförelse med teori

6.2.1.1 Kapitalrelaterade motiv

- Som vi har nämnt tidigare, har intervjuerna möjliggjort att det motiv vi benämner kapitalanskaffning har blivit tydligare och lättare att indela i mer specifika motiv.
- Fortsatt expansion genom förvärv är inkluderat i vår kategori kapitalanskaffning, vilket angivits som motiv av samtliga av de 17 intervjuade bolagen. Att börsintroduktionen har underlättat fortsatt expansion genom förvärv, är något som har kommenterats av tio av de 17 intervjuade (59 %). Åtta av 17 bolag (47 %) har genomfört förvärv efter börsintroduktionen. De bedömer att fortsatt expansion genom förvärv definitivt har underlättats efter börsintroduktionen, även om förvärv kanske inte har kunnat genomföras av alla till önskad grad. En anledning till detta, har i intervjuerna ansetts bero på framförallt en ogynnsam marknad. En ekonomichef kommenterade i en intervju varför bolaget inte har expanderat i större utsträckning: *"Att vi inte gjort mer beror på att vi inte har haft ekonomi. Det är inte börsintroduktionens fel, marknaden har varit tuff och vi har inte fått fram de ekonomiska resurser som behövs."*
- 17 bolag har ju angett motivet kapitalanskaffning (det vill säga den kategori där vi inkluderar expansion, förvärv och tillgång till riskkapital) i sina prospekt. Av dessa har åtta bolag (47 %) genomfört nyemissioner under åren efter börsintroduktionen. Tillgång till riskkapital via aktiemarknaden verkar alltså överlag vara ett attraktivt motiv för att börsintroduceras. Likväl anser några av de intervjuade att exempelvis den generella börsutvecklingen eller aktiens utveckling har gjort att denna möjlighet inte har kunnat utnyttjas till fullo. Ett illustrativt exempel på detta är följande uttalande:
"Sen att vi inte har haft en utveckling som har inneburit att vi har gjort några större nyemissioner eller kapitalintäkter, riskkapital det är liksom en annan sak." Det har, menade den vi intervjuade, likväl öppnat upp möjligheten.
- Ett motiv som kan knytas an till föregående diskussion är tillgången till riskkapital via penning- eller kreditmarknaden. Vi påpekade i analysen av prospektet att vi inte funnit något bolag som uttryckligen skriver att börsintroduktionen kan komma att förbättra bolagets möjligheter till lånefinansiering eller att lånekostnader kan minskas på grund av den förbättrade statusen som börsföretag.

Två bolag har dock kommenterat detta vid intervjutillfället. Det ena bolaget som genomfört en nyemission uppmärksammade vid samtal kring detta att en börsnotering inte enbart underlättar möjligheten att genomföra nyemissioner:

”Även om det inte var någon fråga initialt, så är det så att är du börsnoterad och har ett rykte, ett gott renommé och du har ordning och reda är det klart att hitta räntebärande pengar (räntebärande sidan), inte bara riskkapital utan även det säkrare och räntebärande kapitalet, att det förenklas.”

Ytterligare ett bolag uttalade sig vid samtal om huruvida kvalitetsstämpeln på bolaget stärkts av börsintroduktionen, att kvalitetsstämpeln inte minst gäller ur en finansiell synvinkel.

”Det är likadant då du ska göra finansieringar t ex., du ratas (=rating) i allmänhet på ett annat sätt. Om du ska göra en större finansiering, så säger man att man är börsnoterad så blir processen lite annorlunda, den blir enklare och du kan använda andra referenser på ett helt annat sätt. Så där tycker jag det definitivt hjälper till...Du får en kvalitetsstämpel på dig, inte minst ur en finansiell synpunkt. I och med det blir processen något annorlunda, det är möjligt att du också kan argumentera och sänka bankens pris i form av räntemarginaler eller vad det nu är, då kan jag så att säga pressa några punkter på detta.”

De två uttalanden som gjorts överensstämmer med Pagano et al. (1995) i det faktum att det är en något förvånande effekt av börsintroduktionen att den även förbättrar utsikterna att få tillgång till annat kapital än just via aktiemarknaden. Vi anser att detta troligtvis inte var något som beaktades inför börsintroduktionen av de två bolagen, men att det onekligen är något som får ses som en positiv effekt under de år som följt efter börsintroduktionen.

- Som vi påpekade i analysen av prospekten, finns det en problematik kring motivet likviditet i aktien vad beträffar en ”exit” eller utförsäljning av bolaget. Som vi diskuterade i analysen av prospekten så är detta ofta ett ägarrelaterat skäl. Frågan om det fanns några ägarrelaterade skäl har ställts under samtliga intervjutillfällen. Det har dock varit svårt att komma till rätta med om det var ägarnas egna intressen som styrde beslutet att börsintroduceras eller om det fanns andra orsaker. Anledningen till varför vi inte har fått klarare besked i denna fråga har flera orsaker. Först och främst har vi ju begränsat oss till att bara intervjua ledning och inte ägarna, vilket innebar att ledningen har fått göra uttalanden om ägarnas förhållande till börsintroduktionen. Detta begränsar ju vår möjlighet att få svar, då ledningen helt enkelt inte alltid vet vilka diskussioner som ägarna för. Dessutom kan det vara så att ledningen inte vill lämna ut denna information. Det har dock framkommit att det åtminstone i sex klara fall av 17 (35 %) fanns ägarrelaterade skäl bakom beslutet att börsintroduceras. Ingen av dessa sex bolag har nämnt något ägarrelaterat motiv i sina prospekt. Vad vi kan konstatera är att de ägarrelaterade motiven är högst närvarande i beslutet att börsintroduceras, men att dessa inte föremedlas tydligt till allmänheten. Ett belysande exempel på detta är citatet: *”...det handlar om är pengar, privatekonomiska pengar för dem som är ägare. Det är alltid så.”*

- Likviditet i aktien nämns också troligtvis i sammanhanget att uppnå en högre omsättning i handeln av aktien. Vi har bara intervjuat ett bolag som nämnt detta motiv i prospektet. Under intervjutillfället kommenterade denne representant att det varit för låg likviditet i aktien och att hög likviditet är viktigt då det stimulerar investerare att gå in för de vet att det köps och säljs. Det denne menade var även att med hög likviditet i aktien ökar intresset för bolaget. Vi kan inte dra några slutsatser vad beträffar likviditet i aktien, då vi har ett alldeles för litet underlag.

6.2.1.2 Publicitetsrelaterade motiv

- Samtliga 17 bolag som har intervjuats hade angivit något publicitetsrelaterat motiv i sitt prospekt. Alla de representanter för de 17 bolag vi har intervjuat uttalade sig i intervjuerna om den publicitet bolaget fått efter börsintroduktionen. Majoriteten, tio stycken (59 %), ansåg att den exponering som bolaget har fått är positiv. Fyra av dem (24 %) såg exponeringen både som positiv och negativ medan två av de intervjuade (12 %) ansåg att bolagen får för lite publicitet och uppmärksamhet. Anmärkningsvärt är att inte någon anser att börsintroduktionen medfört att de fått en negativ uppmärksamhet från omvärlden. Endast en person ansåg att börsintroduktionen endast påverkat bolaget marginellt i fråga om uppmärksamhet.
- I föregående analys uppstår två frågeställningar på detta område. Den ena frågeställningen berör det höga antal bolag i vår undersökning som anger ett publicitetsrelaterat motiv (79 %) jämfört med Högholm & Rydqvists (1993) resultat på 67 %. Vi frågade oss om det kan vara så att de publicitetsrelaterade motiven blivit viktigare för företagen? Med det underlag vi har fått av intervjuerna har vi inte kunnat besvara denna fråga. Emellertid har vi efter intervjuerna kunnat konstatera att de publicitetsrelaterade motiven är mycket viktiga för bolagen, vilket står i kontrast med vad Ritter & Welch (2002) och Röell (1996) skriver. I analysen av prospekten bedömde vi att de publicitetsrelaterade motiven var sekundära motiv för börsintroduktion. Vad som dock har framkommit i intervjuerna är att effekterna av de publicitetsrelaterade motiv bolagen har angivit i prospekten, har fått en större genomslagskraft än vad man trodde.
- Den andra frågeställningen som uppstod under analysen av prospekten var vad bolagen menade när de till exempel hade angivit i prospektet att publiciteten kunde ha en positiv inverkan på bolagets verksamhet. Refererade bolagen då till de affärsmässiga fördelar som bolaget kanske skulle få efter en introduktion? Under intervjuerna har vi fått ett något tydligare svar på denna fråga, men faktum är att effekterna av detta motiv är svåra att kvantifiera. De vi har intervjuat har snarare besvarat denna fråga grundat på känsla och inte på konkreta exempel. Tre företagsrepresentanter, (som inte har nämnt affärsmässiga fördelar i sina prospekt, men som har nämnt kvalitetsstämpel och ökad exponering), har dock i intervjuerna gett exempel på några affärsmässiga fördelar som de upplevt efter börsintroduktionen. Två av dem var:
"Företagsprofilen stärkts och att bolaget till skillnad från tidigare får en helt annan uppmärksamhet – något som bolaget haft nytta av i sina affärer".

"Det (börsintroduktionen) är en dörröppnare, en bland många".

6.2.1.3 Personalrelaterade motiv

- Som vi nämnde i föregående analys av prospekten ses möjlighet till delägarskap som positivt av 13 bolag av 48 (27 %). Under intervjuerna har de som angivit detta motiv enbart diskuterat detta i samband med personalens motivation.
- Fem av 17 intervjuade hade i prospekten angett att börsintroduktionen skulle underlätta rekrytering av personal. Vad som framgår av intervjuerna är att de anser att det är svårt att uppskatta vilken effekt börsintroduktionen faktiskt haft på detta. De menade dock att börsintroduktionen ändå fungerade som en positiv signal till potentiella anställda.
- Tre bolag angav i sina prospekt att en börsintroduktion bidrar till att öka personalens motivation. Samtliga tre bolag har intervjuats. Två av dessa tre bolag ansåg att personalen säkerligen har fått en ökad motivation av att bolaget är börsnoterat. Ytterligare två bolag som inte angett detta som motiv i prospektet menade att personalen har stimulerats av börsintroduktionen, vilket således kan ses som en oförutsedd, positiv effekt. Det tredje bolaget som ursprungligen hade angett motivet i prospektet menade att personalens motivation påverkats av att bolaget haft en negativ utveckling. Han kommenterade detta på följande vis:

”...en notering i sig kan inte reparera detta och heller inte så att säga dölja detta utan snarare tvärtom kanske förstärka det pga att det kan vara anställda som har köpt aktier och så när kursen faller, som i vårt fall mycket kraftigt, då blir det tom en negativ effekt då blir det privatekonomiskt kännbart att bolaget går dåligt.”

Denna kommentar indikerar att börsintroduktionens effekt på de anställdas motivation kan vara relaterad till hur bra det går för bolaget.

- Enligt Gometz et al (1997) har det erfarenhetsmässigt visat sig att noteringen inneburit en fördel vid rekrytering av nyckelpersoner. Detta, menar Gometz et al, kan förmodligen förklaras delvis psykologiskt, men även att utmaningen och stimulansen i ett kontinuerligt externt intresse för många är en positiv faktor. Efter vad som har framkommit i intervjuerna anser de tillfrågade bolagen att både rekrytering samt motivation av personal har underlättats av börsintroduktionen. Effekten av dessa två motiv får således anses ha motsvarat bolagens förväntningar.

6.2.1.4 Tidpunktsrelaterade motiv

- Tidpunkten, som vi diskuterat i analysen av prospekten, har ju inte varit något motiv som framförts i stor utsträckning i prospekten. Frågan vi ställde oss var om företagen anser att börsintroduktionen är ett naturligt steg i bolagets utvecklingsfas? Vi har intervjuat två av de fyra bolag som i angivit att tidpunkten för börsintroduktionen var lämplig. Under intervjuerna har vi fått svar från bolag som inte angivit detta i prospektet. Sammantaget tyder det på att börsintroduktionen faktiskt är ett naturligt steg i bolagets utvecklingsfas. När vi ställde frågan varför bolaget börsintroducerades 1997 svarade ett flertal företagsrepresentanter att bolaget var moget och att det var ett steg i en naturlig utveckling. *”Naturlig utveckling, en process som hade pågått. Man gjorde bedömningen att det var dags att ta nästa steg”*, var ett svar. En annan förklaring var att *”bolaget hade kommit upp till en viss substans i likvidflödet.”* Det fanns en *”hållbar struktur och ett säkrat kassaflöde.”*

Vi anser alltså att vi kan styrka att börsintroduktionen, med utgångspunkt från vår undersökning, har varit ett naturligt steg i för flera undersökta bolags utveckling.

- Två bolag i prospektundersökningen ansåg att marknaden vid tidpunkten för börsintroduktionen var gynnsam. Dessa två bolag har inte ingått i vår intervjuundersökning, så vi har inte kunnat få deras kommentarer om detta. Av de 17 bolag vi har intervjuat har dock ingen nämnt någon omvärldsaspekt i samtal kring valet av tidpunkt. Vår andra fråga från prospektanalysen var ju varför inte de andra bolagen hade uppmärksammat detta. Ritter & Welch (2002) menar i sin semirationella teori att de ursprungliga företagarnas/entreprenörernas värdering av bolaget härrör från deras egna interna perspektiv, från deras involvering i de dagliga grundläggande affärerna och mindre från intrycken från börsmarknaden. Vi anser att detta möjligtvis kan förklara varför de andra undersökta bolagen inte har beaktat eventuella gynnsamma marknadsförhållanden, utan endast hänvisat till det egna bolagets interna angelägenheter och utveckling.

6.2.1.5 Övriga kommentarer under intervjuerna

- Som vi påpekade i föregående analys av prospekten har vi inte sett några negativa aspekter av en börsintroduktion omnämnas i prospekten. Likväl har det vid upprepade intervjutillfällen framkommit olika negativa effekter som börsintroduktionen medfört. Det är främst tre negativa aspekter som framförts under intervjuerna: informationsgivning, kvartalsrapportering och kostnader för att vara börsnoterad. Dessa negativa aspekter finns med bland de negativa aspekter som nämnts av Röell (1996). Röell nämner dock fler negativa aspekter så som inskränkningar i beslutsprocessen och indirekta kostnader i form av underprissättningen vid börsintroduktionstillfället. Dessa negativa aspekter har inte framkommit under våra intervjuer. Ransley (1984) tar också upp ett en rad olika negativa aspekter¹⁴, men det är egentligen bara de ökade redovisningskraven som är jämförbara med det som vi har kommit fram till under intervjuerna.

¹⁴ Ransley (1984) rankar kostnaderna för en börsintroduktion enligt följande: ökad press på ledningen eftersom den blir i högre grad föremål för granskning (en stor nackdel för 25 % av de tillfrågade företagen), redovisningskrav (en stor nackdel för 16 %), granskning av externa investerare (12 %), press på utdelning (5 %) och slutligen den ovälkomna tilldragelsen av potentiella ”take overs” (4 %).

- 10 intervjuade personer av 17 (59 %) kommenterade den ökade mängden information som måste offentliggöras i och med att bolaget är börsnoterat. Fem av de 17 intervjuade (29%) var negativt inställda till detta krav. Ett företag förklarade att om man är ett relativt litet bolag så blir man väldigt genomlyst för att börsen ställer så höga krav, vilket denna företagsrepresentant vidare ansåg skada bolagets konkurrenskraft. Detta styrker det som framkommit i teorin att just den ökade genomlysningen kan tvinga bolaget att avslöja information som kan skada bolagets konkurrenskraft. Huruvida detta är fallet för alla mindre företag kan vi dock ej fastställa.
- Fyra av de 17 intervjuade (24%), som kommenterade informationsgivingen, uppmärksammade problemet att man måste skilja på den interna och externa informationen. Uppfattningen var att det orsakar problem med slutenhet. I ett fall skapade börsintroduktionen en kulturkrock i bolaget. Detta är en negativ effekt som inte uppmärksammats i de vetenskapliga artiklar vi har studerat. De organisatoriska förändringar som en börsintroduktion skapar är något som företag kanske i större utsträckning borde ta hänsyn till.
- Sju av 17 intervjuade personer (41 %) kommenterade vid intervjutillfället att det ökade redovisningskravet i form av kvartalsrapporterna, var mycket negativt. Två menade att börsens krav inte är förenliga med den bransch respektive bolag verkar inom.
- Elva personer av de 17 intervjuade (65 %) uttalade sig om kostnaderna för att vara börsnoterad, varav sex personer av de 17 (35 %) såg dessa kostnader som negativa för bolaget. Vår uppfattning är att dessa personer ansåg att kostnaderna hade blivit mer omfattande än vad de initialt hade väntat sig.
- På den direkta frågan om börsintroduktionen har varit den bästa lösningen för bolaget, har de 16 bolagsrepresentanter som valde att svara på frågan varit positivt inställda, om än med viss tveksamhet. Under övriga diskussioner förda vid intervjutillfället har, som vi presenterat tidigare, en mer nyanserad bild framträtt.

7. SLUTSATS OCH FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING

I följande kapitel avslutar vi vår uppsats med en slutsats, där vi presenterar essensen av vad vi har kommit fram till. Vi ger även förslag till vidare forskning.

7.1 Slutsats

Vi har funnit att till stor del så överensstämmer de motiv och ”antimotiv” som diskuterats i vetenskapliga artiklar med de motiv vi har funnit i prospektet. Först var vi dock tvungna att göra egna klassificeringar, för att kunna kategorisera de tvetydigt formulerade motiven i prospektet, då vi annars själva hade fått tolka motiven innebörd i allt för hög utsträckning. Därefter har vi kunnat jämföra våra resultat med de resultat som andra undersökningar i vetenskapliga artiklar kommit fram till. Även om vi har undersökt prospekt från endast ett år har vi, vid jämförelse med de vetenskapliga undersökningar vilka utförts under en längre tidsperiod och/eller i andra länder, kunnat se att våra resultat väl överensstämmer med dessa.

Något som är ett faktum är att inte några negativa aspekter av motiven har angivits i prospektet. Ingenting som kan anses påverka investerarnas bedömning av bolaget, får enligt bolagslagen utelämnas i prospektet. Prospektet utgör visserligen bara en av flera informationskällor för en investerare, men likväl anser vi att prospektet har vissa informativa brister. Vår mening är att bolagen i större utsträckning borde försöka tydliggöra de eventuella effekterna, såväl positiva som negativa, av motiven i prospektet.

Huruvida ledningen anser att målen med motiven har infriats var det vi ämnade undersöka med intervjuerna. Denna del av undersökningen ger dock inte tillräckligt underlag för att kunna dra några generella slutsatser, då vi endast genomfört 17 intervjuer av de sammanlagt 48 bolag vars prospekt vi har undersökt.

För de 17 bolag som ingick i intervjuundersökningen har vi dock kunnat svara på huruvida ledningen ansåg att målen med motiven som står angivna i prospektet har uppfyllts. Vad som framkommit är att de motiv som angavs i prospektet inte sätter ramarna för bolagets framtida utveckling. I flera fall har bolagsrepresentanter under intervjutillfället kommenterat att de erfart effekter av börsintroduktionen, som de ej angivit i prospektet. Vi har under intervjuerna sett att bolagen inte tycks ha varit fullt medvetna om effekterna börsintroduktionen skulle komma att ha på det enskilda bolaget och att de även i nuläget har svårt att sätta fingret på vilka effekter man direkt kan härleda ur börsintroduktionen. Vad som mer framkommit i intervjuerna är att det kan förekomma underliggande motiv för en börsintroduktion, vilka ej anges i prospektet och som förmodligen hade ändrat investerarnas bedömning av bolaget.

Har då börsintroduktionen varit den bästa lösningen för bolaget? Vad vi har kunnat utröna är att då den direkta frågan ställdes till bolagsrepresentanterna svarade dessa att så har varit fallet. Man bör dock ha i åtanke att majoriteten av de intervjuade är representanter för bolag och således inte vill förmedla en alltför negativ bild av sig själva och bolaget. Under intervjuerna har dock negativa aspekter med vara ett börsnoterat bolag framkommit, men inte desto mindre anser bolagsrepresentanterna att det är bättre att vara börsnoterat än att inte vara det.

7.2 Förslag till vidare forskning

Under uppsatsens gång har det uppstått flera frågor som vi anser skulle vara intressanta att undersöka vidare:

- En intressant aspekt vore att se på hur de organisatoriska faktorerna i ett bolag förändras då det börsintroduceras. Vad händer med beslutsprocessen? Hur påverkar detta företagskulturen?
- Hur skulle ägarna besvara liknande frågor som vi har ställt till ledningen i vår intervjuundersökning? Skulle man då få klarhet i de otydliga ägarrelaterade skälen till börsintroduktion?
- Omvärldsaspekterna kring tidpunkten för börsintroduktionen är något som bolagen i vår undersökning varken i prospekten eller i intervjuerna har beaktat i större utsträckning. Att undersöka huruvida valet av tidpunkt främst påverkas av omvärldsfaktorer eller av bolagets interna faktorer skulle vara intressant.
- Hur påverkas den massmediala exponeringen av en börsintroduktion? Att kvantitativt mäta detta, genom att exempelvis mäta antalet tidningsartiklar som skrivits före respektive efter börsintroduktionen skulle vara en spännande undersökning.
- Hur skiljer sig utvecklingen för två bolag i samma industri, där ett av bolagen börsnoteras medan det andra förblir privat, ur de externa intressenternas (leverantörer, finansärer etc.) synvinkel?

8. KÄLLFÖRTECKNING

Vetenskapliga artiklar

Chemmanur, Thomas J. & Paolo Fulghieri, 1996, *A theory of the going-public decision*, The review of Financial Studies vol.12, s.249-279

Lowry, Michelle & G.William Schwert , 2002, *IPO Market Cycles: Bubbles or sequential learning?* Journal of Finance vol 57 no 3, s.1176-1177

Pagano, Marco, Fabio Panetta, & Luigi Zingales, 1998, *Why do companies go public? An empirical analysis*, The Journal of Finance 53, s.27-64

Ritter, Jay R. & Ivo Welch, 2002, *A review of IPO activity, pricing, and allocations*, The Journal of Finance 57, 1795-1828

Röell, Ailsa, 1996, *The decision to go public: an overview*, European Economic Review, 40, s.1071-1081

Working-papers

Holmén, Martin, 1998, *Essays on corporate acquisitions and stock market introduction*, Ekonomiska studier utgivna av nationalekonomiska Institutionen Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet.

Högholm, Kenneth & Kristian Rydqvist, 1993, *"The decision to go public an empirical study of Swedish corporations"* Svenska handelshögskolan i Helsingfors

Pagano, Marco, Fabio Panetta, & Luigi Zingales, 1995, *Why do companies go public? An empirical analysis*, Working paper 5367, National Bureau of Economic Research, inc.

Publicerade källor

Gometz, Ulf, Monica Ramseyer & Björn Grundvall, 1997, *Vägvisare till Börsen*, Stockholm, Ernst & Young/Nerenius & Santérus AB

Jenkinson, Tim & Alexander Ljungqvist, 1996, *Going Public: The theory and evidence on how companies raise equity finance*, Oxford, Clarendon Press

Trost, Jan, 1997, *Kvalitativa intervjuer*, Lund, Studentlitteratur

Wiedersheim-Paul, Finn & Lars Torsten Eriksson, (1991) *Att utreda, forska och rapportera*, Malmö, Almqvist och Wiksell Förlag AB

Övriga publicerade källor - Börsintroduktionsprospekt, 1997

AB Fagerhult
AB Sardus
ADB-Gruppen Mandator AB
Alfaskop AB
Arkivator AB
Artimplant Development Artdev AB
Biora AB
Castellum AB
Columna Fastigheter AB
ConNova Group AB
Entra Data AB
FB Industri Holding AB
Gandalf AB
Gorthon Lines AB
GOTIC AB
Gränges AB
Gylling Optima Batteries AB
Handelsbanken Hypotek AB
Hemköpskedjan AB
Information Highway AB
Invik & Co AB
Jaakko Pöyry Group Oyj
Karlshamns AB
Louis Gibeck AB
Maxim Pharmaceuticals Inc.
Medical Invest Svenska AB
MTV Produktion AB
Munters AB
New Wave Group AB
NIBE Industrier AB
North Atlantic Natural Resources AB
ORESAs Ventures S.A.
Padox Hotellfastigheter AB
Partner Tech AB
Profilgruppen AB
Prosolvias AB
R-vik Industrigrupp AB
Rörvik Timber AB
Salus Holding AB
Scandinavia PC Systems AB
Semcon AB
Sigma AB
Svedbergs i Dalstorp AB
Svenska Orient Linien AB
Säki AB
Ticket Travel Group AB
Wedins Norden AB
Wilkenson Handskmakar'n AB

Elektroniska källor

www.stockholmsborsen.se

www.seb.se

www.fi.se

9. APPENDIX

9.1 Frågor inför telefonintervju

- Förutom de motiv Ni angav i prospektet för börsnoteringen, fanns det ytterligare motiv?
 - Fanns det andra alternativ för bolagets framtida utveckling?
 - Vilka för- och nackdelar vägdes mot varandra?
- Varför valde Ni att introduceras just 1997?
 - Marknadsmässiga skäl?
 - Affärsmässiga skäl?
 - Ägarrelaterade skäl?
- Om Ni skulle utvärdera den genomförda börsintroduktionen nu fem år efteråt, tycker Ni att Ni har uppnått de mål/motiv som låg till grund för introduktionen?
 - Om inte, har börsintroduktionen haft oförutsedda positiva eller negativa effekter?
 - Anser Ni att börsintroduktionen har varit den bästa lösningen för bolaget?