



**EKONOMI
HÖGSKOLAN**
Lunds universitet

En studie av IT-företagens måluppfyllelse

Företagsekonomiska institutionen
1 juni, 2001

Handledare:

Lars Bengtsson
Jan-Inge Lind

Författare:

Johan Axelsson	761119-0351
Ola Jonsson	750115-0473
Carl Nordström	761218-3975
Erik Ugglå	780222-0330

Sammanfattning

Bakgrund

I dagens läge med en IT-bransch i kris med många besvikna aktieägare och ett föråldrat regelverk gällande vilseledande information vid börsintroduktioner är det av intresse att studera området närmare samt se vilka företag som lyckades respektive misslyckades med de mål som ställdes upp.

Syfte

Att genomföra en undersökning för att se vilka företag som höll vad de lovade. Vidare att söka samvarierande faktorer mellan företagets framgång, gällande uppfyllande av uppställda mål i prospektet, och faktorer hos företaget vid noteringstidpunkten.

Frågeställning

Vilka parametrar, hos företag, angivna i noteringsprospekt visar på, att de har skrivit ett seriösare prospekt gällande framtidsutsikter/mål, alternativt bättre lyckats prognostisera framtiden.

Metod

Genomförande av en statistisk surveyundersökning för att studera vilka företag som levde upp till målen. Vidare att sedan söka korrelation mellan beroende variabler, företagets framgång i måluppfyllelse, och oberoende variabler, parametrar hos företaget vid noteringstillfället.

Slutsatser

Endast 19 % av företagen har levt upp till eller överträffat målen.

Oberoende variabler som i denna studie visat sig ha samband med företagets framgång med uppfyllandet av målen är:

- *VD:s ålder* har visat sig ha det starkaste sambandet med framgång i måluppfyllelse. D v s företag med äldre VD har lyckats bättre med att hålla vad de lovat.
- *Antal anställda* har i studien visat sig påverka företagets korrekthet i framtidsvisionerna. Detta innebär att det finns ett tydligt samband mellan fler anställda och bättre framgång för företaget i sin måluppfyllelse.
- *Noteringslista*. Den lista som företaget har noterats på har visat sig ha betydelse för hur väl företaget hållit vad det lovat. O-listenoterade företag har lyckats bättre än övriga listors företag.
- *Om företaget gör vinst* är i undersökningen framtagen som en förklarande variabel till framgångsrika företag.

Innehållsförteckning

1 INLEDNING	5
1.1 BAKGRUND	5
1.2 PROBLEMDISKUSSION	5
1.3 SYFTE.....	6
1.4 MÅLGRUPP.....	7
1.5 AVGRÄNSNINGAR.....	7
1.6 DISPOSITION.....	8
2 METOD	9
2.1 TYPER AV DATA	9
2.2 SURVEYUNDERSÖKNINGAR	9
2.2.1 Studiens population och urval	10
2.2.2 Korrelation – determination	11
2.3 VERKSTÄLLANDE AV SURVEYUNDERSÖKNINGEN	11
2.4 KOMMENTAR SAMT AVGRÄNSNING FÖR DE 11 PARAMETRARNA.....	13
2.4.1 Storlek och ålder på företaget	13
2.4.2 Ålder på VD.....	15
2.4.3 Säte för huvudkontoret.....	15
2.4.4 Noterings intermediär / Bank	15
2.4.5 Lista	16
2.4.6 Ledningens ägande.....	16
2.4.7 Kassa	17
2.4.8 Vinst eller inte?.....	17
3 TEORI	18
3.1 BÖRSLISTORNA	18
3.1.1 O-listan	19
3.1.2 SBI-listan	20
3.1.3 Aktietorget	20
3.2 PROSPEKT	21
3.2.1 Proforma.....	22
3.2.2 Prospektets utformning.....	22
3.2.3 Framtidsinriktad information	23
3.2.4 Vidare anvisningar för utformande av prospekt.....	24
3.3 TIDIGARE STUDIER PÅ OMRÅDET.....	25
3.3.1 ”Kan man lita på prospekten? – en studie av vinstprognosers tillförlitlighet”	25
3.3.2 ”Förändring av prospekt - ur ett riskbeskrivningsperspektiv”	26
3.3.3 “The importance of the investment bank’s reputation for the performance of IPOs”.....	27
3.3.4 Dagens Industri	27
3.3.5 ”Vampire investors’ feed on dotcom culture”	29
3.4 LEGALA ASPEKTER KRING PROSPEKT	30
3.4.1 Börsens regelverk	30
3.4.2 Fel i prospekt.....	31
3.4.3 Prospektansvaret	31
3.4.4 Skadestånd.....	32
3.4.5 Vilseledd marknad.....	33
3.4.6 Tänkbara åtgärder.....	33
4 SURVEYUNDERSÖKNINGEN	35
4.1 FÖRDELNINGEN AV NOTERINGARNA ÖVER ÅRET	35
4.2 FÖRDELNINGEN MELLAN BÖRSLISTORNA	35
4.3 FÖRETAGENS NOTERING FÖRDELAT PÅ DE OLIKA BANKERNA	36
4.4 MÅLUPPFYLLELSE.....	37

4.5 KORRELATION MELLAN FRAMGÅNG OCH FAKTORER.....	38
5 ANALYS	40
5.1 FÖRETAGENS FRAMGÅNG.....	40
5.2 BANKERNAS FRAMGÅNG.....	40
5.3 SAMBAND MELLAN FÖRETAGENS FRAMGÅNG OCH PARAMETRARNA.....	41
5.3.1 Ålder på VD.....	41
5.3.2 Omsättning.....	41
5.3.3 Antal anställda.....	42
5.3.4 Företagets ålder.....	42
5.3.5 Ledningen och styrelsens ägande	42
5.3.5 Kassan i företaget.....	42
5.3.6 Utlandsetablering	42
5.3.7. Om företaget gör vinst.....	43
5.3.8 Noteringlista	43
5.3.9 Företagets säte	43
6.1 TIDSASPEKTEN	44
6.2 RIMLIGHETEN I SAMBANDEN.....	44
6.3 STORLEKEN PÅ URVALET	44
6.4 SUMMERING.....	45
7 SLUTSATSER.....	46
7.1 PROSPEKT SKRIVNING OCH LEGALA ASPEKTER	46
7.2 SURVEYUNDERSÖKNINGENS RESULTAT	46
7.3 OBEROENDE VARIABLER	47
8 KÄLLFÖRTECKNING	48
8.1 PUBLICERADE KÄLLOR.....	48
8.2 ELEKTRONISKA KÄLLOR	48
8.3 PROSPEKT OCH RAPPORTER.....	49

Appendix

1. Vad skrev företagen i sina prospekt, och hur gick det?
2. Sammanställning av grundmaterialet.
3. Reviderad sammanställning av grund materialet

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Det synsätt som var allmänt vedertaget under IT-hausen är kraftigt skilt från fundamentala analysmetoder som använts innan, samt nu efter marknadens IT bubbla. Under denna era var det ofta viktigare vilka prognoser företagen och dess ägare själva gav om framtiden, än om det fanns trovärdiga möjligheter för dessa företag att lyckas med de framställda visionerna.

I USA pågår det flera rättsprocesser mot företag och banker, där dessa åtalas för att ha medvetet vilselett marknaden (Thornton & Timmons, 2001). I Sverige finns det många besvikna aktieägare som blivit lurade av misslyckade och orimliga affärsplaner. Under hösten avslöjades turerna kring Net Capital och de företag som blivit noterade genom denna intermediär (Benson, 2000a).

Bolaget har medvetet skapat företag med attraktiva affärsplaner som sedan inget av företagen lyckats leva upp till. Net Capitals huvudägare har samlat på sig åtskilliga miljoner genom att vara stor ägare vid introduktionerna för att sedan överge företagen. Problemet i Sverige är enligt en avhandling på Stockholms Universitet (af Sandeberg 2001, s. 92) att regelverket vad gäller vilseledande information från företag och banker är från 30-talet, vilket gör det mycket svårt att få de misstänkta aktörerna fällda. Det händer dock saker på denna front. Finansinspektionen lade nyligen fram en rapport med strängare regler gällande prospekt och noteringar.

En studie vid Stockholms Universitet (Lind, Samuelsson 2000) har visat att IT branschens noteringsprospekt har ändrat karaktär efter det att börskraschen kom. Förändringar som kan ses är att visionerna för företagen, beskrivna i prospektet, har blivit mer återhållsamma samt att riskaspekten lyfts fram på ett tydligare sätt.

Med anledning av denna studie samt att de flesta IT företag har varit en besvikelse för marknaden, gällande framgång med genomförande av de uppställda målen, kan man dra slutsatsen att de flesta företag har haft en för positiv syn på framtiden för företaget, alternativt inte lyckats prognostisera marknaden på ett riktigt sätt.

1.2 Problemdiskussion

I den krets som omger ett företag vid notering är det nästan alla till gagn kortsiktigt att få en hög värdering av företaget. De tidigare ägarna får mer pengar. Bankernas avgift är nästan uteslutande baserad på emissionsstorleken. Företaget får in en stor summa pengar som i ett kortare perspektiv ger det de resurser de behöver. De anställda, som nästan alltid i IT företag har optioner, får ett extra kapitaltillskott.

IT företag som noterades under IT haussen har bevisligen varit lockade av att lägga fram mycket positiva framtidsutsikter trots att detta inte är långsiktigt hållbart enligt klassiska marknadsföringsteorier, där det är att föredra att överraska marknaden positivt istället för negativt. Detta för att långsiktigt få marknads förtroende.

På lång sikt är det, för samtliga parter, aldrig fördelaktigt att vilseleda marknaden. Konsekvenserna kan bli att framtida kapitalbehov kan bli omöjligt att garantera om man inte lyckas infria de stipulerade målen. Analytiker och investerare tappar snabbt förtroende för företag som inte håller vad de lovar. Noteringsbankerna får ett dåligt rykte, ägarna ser sitt aktievärde rasa när förväntningarna inte infrias och de anställda riskerar att bli arbetslösa

Det intressanta är att man kan se problemet ur två olika perspektiv. Var företagens prospekt alltför optimistiska gällande de visioner som förmedlades? Alternativt målen ansågs rimliga men det brast vid genomförandet.

I dagens läge med en IT-bransch i kris med kraftigt neddragna förhoppningar om framtiden kan det vara av intresse att se tillbaka på vilka företag som lyckades respektive misslyckades med de mål som ställdes upp. Denna studie ska vidare söka samband mellan hur väl företagen har lyckats, med de egna framställda framtidsutsikterna, och faktorer i företaget och dess omgivning vid noteringen.

1.3 Syfte

Att genomföra en surveyundersökning för att se vilka IT-företag som höll vad de lovade. Vidare att söka samvarierande faktorer mellan IT-företagens framgång, gällande uppfyllande av uppställda mål i prospektet, och faktorer hos företaget vid noteringstidpunkten baserat på en innehållsanalys av noteringsprospekten.

Den frågeställning som detta syfte leder fram till är:

Vilka parametrar, hos företag, angivna i noteringsprospekt visar på, att de har skrivit ett seriösare prospekt gällande framtidsutsikter/mål, alternativt bättre lyckats prognostisera framtiden.

Att anmärka är att studien inte undersöker företagens börskursutveckling och upptäcka samband mellan denna och olika faktorer vid noteringen. D v s det kan visa sig i studien att företag har lyckats överträffa analytikers förväntningar, samt haft en mycket bra börsutveckling efter noteringen, trots detta inte lyckats med de mål man har ställt upp alternativt skrivit mycket vidlyftiga prospekt som inte ens analytiker har anammat.

1.4 Målgrupp

Målgruppen för denna studie är svenska IT-aktieinvestorer och IT-analytiker med grundläggande kunskaper i statistik.

1.5 Avgränsningar

Uppsatsen omfattar samtliga IT-företag som blivit noterade under 1999. Definitionen av IT-företag i detta fall är om företaget självt uppger sig för att vara det i prospektet alternativt meddelar att de är det vid förfrågan. En typ av företag som officiellt inte kallar sig IT-företag är nätverksföretag. Dessa levererar hårdvara för Internatnätverk. I denna studie räknas även dessa företag till IT-företag.

Det totala antalet företag som ingår i studien är 27. Dessa blev samtliga noterade på någon av börslistorna OTC-, O- eller SBI-listan samt Aktietorget. Namnen på listorna är som de var under 1999. Sedan dess har det skett en del förändringar. O- och OTC-listan har stöpts om och delats in i två nya grupper, Attract 40 och O-listan. SBI-listan har efter negativ publicitet bytt namn till NGM, Nordic Growth Market.

Fördelningen mellan de olika listorna är:

- OTC-listan = 1
- O-listan = 21
- SBI-listan = 4
- Aktietorget = 1

Studien omfattar inte företagen:

Safepay

Noterades på SBI-listan 15/12 men gav då inte ut något prospekt.

Precise Biometrics

Noterades på SBI-listan 13/12 men gav inte ut något prospekt.

Netinsight

Noterades på O-listan 7/6. Då företaget valt, trots påtryckning, att inte skicka något prospekt, togs kontakt med Kungliga Biblioteket som visade sig inte heller de fått något prospekt.

Företaget Switchcore har en speciell ställning eftersom företaget blivit noterade vid två tillfällen under 1999. Dessa två är SBI-noteringen 18/3 samt O-listenoteringen 6/12. Studien omfattar endast den första av noteringarna d v s SBI-noteringen.

1.6 Disposition

Metod

- Klargör hur studien ska genomföras.

Teori

- De olika börslistorna och deras krav.
- Hur skrivs prospekt.
- Tidigare studier.
- Lagliga aspekter.
- Vilsledd marknad.

Fallstudien

- Framställande av studien.

Analys

- Analyserande av resultaten samt jämförelse med tidigare studier.

Diskussion

- Diskussion om resultatens relevans.

Slutsats

- Studiens slutsatser.

2 Metod

2.1 Typer av data

Sekundär data

Data som redan finns tillgänglig, i arkiv, tidningar, böcker, studier mm, kallas sekundär data eftersom denna redan är insamlad för ett annat ändamål (Ericsson, 1997, sid. 65)

Primär data

Primär data är data som man själv tar fram genom studier, intervjuer, sammanställning mm (Eriksson, 1997, sid. 65)

Denna studies data består av både sekundär data och primär data. De prospekt, årsrapporter m.m. som vi använder är sekundär data. Primär data för denna studie skapas när vi delar in företagen efter hur väl de har lyckats med att leva upp till målen. Denna primära data används sedan tillsammans med de sekundära data vid genomförandet av studien.

2.2 Surveyundersökningar

”En surveyundersökning är en icke experimentell frågeundersökning” (Lundahl, 1999, sid. 168). En experimentell undersökning är när man undersöker effekten av en förändring, exempelvis test av en medicin. (Eriksson, 1997, sid. 227)

Det finns två typer av surveyundersökningar. Dessa är:

Deskriptiva undersökningar

Deskriptiva undersökningar syftar till att beskriva ett fenomen. Exempelvis, danskar dricker mer öl än svenskar

Analytiska undersökningar

Analytiska undersökningar har som syfte att förklara ett fenomen. Exempelvis, varför danskar dricker mer öl än svenskar

Denna undersökning är analytisk på så sätt att den inte endast ser vilka företag som har lyckats med att leva upp till målen utan också försöker se förklarande variabler

En surveyundersökning är en statistisk undersökning och en grundtanke är att informationen som samlas in ska vara standardiserad, vilket gör undersökningen mer tillförlitlig. (Lundahl, 1999, sid 168) Statistisk undersökning är en metodik för att samla in material och analysera det för att komma fram till slutsatser som sedan kan användas vid beslut. (Eriksson, 1997, sid. 101)

Vid statistiska undersökningar har man alltid en population som grund. ”Med population avses samtliga undersökningsenheter som definieras på ett visst sätt.” Detta kan vara alla människor bosatta i Sverige, eller alla kvinnor bosatta i Sverige. För att göra populationen än mindre kan det vara alla högutbildade kvinnor i Stockholm med fast anställning. Det är benämningen som fastställer populationens storlek. (Lundahl, 1999, sid. 175)

Undersökningar med en mindre population görs ofta på så sätt att man gör en totalundersökning där samtliga personer eller företag är med i studien. Är populationen för stor eller närmast oändlig görs i stället ett stickprov som får representera den totala populationen. (Eriksson, 1997, sid. 101)

Ett sätt att få ett stickprov som speglar populationen är att göra ett *slumpmässigt urval*. Detta karakteriseras av att alla som ingår i populationen har lika stor sannolikhet att komma med i undersökningen. Ett exempel på när urvalet inte blir perfekt representativt för populationen är när hushåll med hemligt telefonnummer inte går att nå vid en telefonundersökning. (Lundahl, 1999, sid. 176)

En annan metod för att nå ett representativt urval är *kvot urval*. Detta görs genom att man delar in populationen i undergrupper, exempelvis Sveriges kommuner, och tar en viss andel från varje undergrupp. Detta för att säkerställa att olika delar av populationen blir representerade i urvalet. (Lundahl, 1999, sid 177)

2.2.1 Studiens population och urval

Populationen i denna studie kan definieras på flera sätt. I dess minsta form kan man kalla den samtliga IT-företag som noterades på någon av de officiella listorna i Sverige under 1999. I detta fall skulle denna studie i det närmaste vara en total undersökning. Populationens största omfattning skulle vara alla företags noteringar i hela världen.

Problemet med större definition av populationen är att urvalet inte längre speglar populationen. Många andra faktorer kommer in som stör representationen, exempelvis lagar, kulturer, skillnader mellan olika sektorer inom näringslivet m.m. Denna studies definierade population är noterade IT-företag i Sverige, där studien anses någorlunda representera denna population. Tidsaspekten i studiens stickprov kommenteras närmare under analys och slutsatser.

2.2.2 Korrelation – determination

Denna studie använder sig av den statistiska funktionen korrelation, för att söka samband mellan företags framgång och oberoende variabler. Korrelationen beskriver styrkan i hur två variabler samvarierar. En positiv korrelation innebär att variablerna samvarierar och en negativ att

För att undersöka om samband finns mellan olika variabler beräknas en s.k. korrelationskoefficient. Denna koefficient mäter om det finns ett linjärt samband mellan två variabler, t ex mellan vikt och ålder. Korrelationskoefficienten kan bara anta ett värde mellan -1 och $+1$ ($-1 \leq r \leq 1$) där r är koefficienten. Är $r = -1$ är perfekt negativt och är $r = 1$ är sambandet perfekt positivt (Körner & Wahlgren 1996, s.174-176).

Formeln för korrelationskoefficienten är: (Umeå Universitet, Statistiska institutionen hemsida):

$$r = \frac{\sum (X - \bar{X})(Y - \bar{Y})}{\sqrt{\sum (X - \bar{X})^2 \sum (Y - \bar{Y})^2}}$$

Ett ytterligare mått som kan användas är determinationskoefficienten. Denna är helt enkelt kvadraten på korrelationskoefficienten (r^2). Med determinationskoefficienten kan man visa hur stor del av den totala variationen för den beroende variabeln t ex vikt som förklaras av det linjära sambandet med den oberoende variabeln t ex ålder. Exempelvis om korrelationskoefficienten för det ovan nämnda variablerna är $r = 0.8$ så blir determinationskoefficienten $r^2 = 0.8^2 = 0.64 = 64\%$ vilket betyder att 64 % av variationen i vikt beror på att personerna i undersökningen inte är lika gamla (Körner & Wahlgren 1996, s.174-176).

2.3 Verkställande av Surveyundersökningen

Samtliga företags prospekt genomgår en innehållsanalys för att dels klargöra respektive företags viktigaste framtidsmål, samt för att besvara 11 olika frågor. Dessa frågor är:

- Omsättning vid noteringstidpunkten.
- Antal anställda.
- Utlandsetablering.
- Företagets ålder.
- Ålder på VD.

- Huvudkontorets säte.
- Noteringsintermediär/Bank.
- Noteringslista.
- Ledning och styrelses ägande.
- Företagets kassa.
- Vinst eller inte.

Dessa parametrar utgör de oberoende variablerna i studien.

Varje företags två viktigaste mål, i första hand finansiella, definieras. De finansiella mål som denna studie studerar är omsättning/omsättningstillväxt, vinst samt marginal, i nämnd ordning. I de fall företagen inte har angivit finansiella mål, vilka ska uppnås närmsta tiden, tas andra mål i beaktande. Dessa mål kan vara allt ifrån utlandsetablering, produktlansering samt volymproduktion.

Företagen delas in i fyra grupper utefter hur väl de har levt upp till framtidsvisionerna. Dessa grupper är:

- Företaget har totalt lyckats.
- Företaget har delvis lyckats.
- Företaget har delvis misslyckats.
- Företaget har totalt misslyckats.

Dessa faktorer är de beroende variablerna i undersökningen.

Motiveringen till valet av dessa fyra grupper är dels att det blir för komplext med flera samt att benämningen av grupperna möjliggör, vid genomförande av studien, en indelning i två grupper. Företag som har lyckats respektive misslyckats. Samtliga företags två viktigaste mål samt bedömning av hur väl företaget lyckats leva upp till dessa finns i appendix.

Företag som totalt lyckats har efter ett år lyckats verkställa båda målen. Har företaget lyckats med första med inte det andra har de delvis lyckats. I det fall företaget uppfyller det andra målet men inte det första har företaget delvis misslyckats. De företag som misslyckats med båda målen har totalt misslyckats.

Pressmeddelanden, kvartalsrapporter, halvårsrapporter samt helårsrapporter ligger till grund för utvärderingen av företagets framgång med att lyckas med målen. Tidsperioden för avstämning är satt till ett år efter noteringen.

En rapport som kommer efter att ett år har förflutit får ligga till grund för bedömning om denna beskriver läget under ettårsperioden. Slutdatumet för företagets ettårsperiod måste dock

ligga inom den senaste kvartalsrapporten i rapporten (vid hel- och halvårsrapport). Detta gäller dock endast för finansiella mål som omsättning, marginal och vinst. Övriga nyheter som avtal, etablering, nya kunder m.m. har strikt tidsgränsen ett år efter noteringen.

En del av företagen kommer att ha lyckats förändra den status som företaget har fått utifrån om de har lyckats eller ej, efter det att mer än ett år har förflutit. Sådana förändringar kommer vi inte beakta utan vi kommer på dagen att se ett år framåt, enskilt för varje företag från noteringstidpunkten.

Surveyundersökningen genomförs sedan för att se vilka, samt hur stor del av företagen som har lyckats. Vidare görs en korrelationsstudie för att se vilka av ovanstående 11 faktorer som samvarierar med hur väl företaget har lyckats med att infria sina i prospektet angivna mål.

Företagens individuella status, utifrån innehållsanalysen av prospekt samt påföljande ettårsstudie, matas in i ett Excel ark. För att möjliggöra korrelationsstudien görs indelningen av företagens framgång i fyra grupper om till tre nya grupper. Dessa är:

- Reviderad måluppfyllelse 1. Företag som delvis lyckats samt totalt lyckats.
- Reviderad måluppfyllelse 2. Endast företag som lyckats totalt.
- Reviderad måluppfyllelse 3. Endast företag vilka totalt misslyckats.

Detta görs med anledning av att de flesta parametrarna endast har två svarsmöjligheter, exempelvis över eller under 10 miljoner i kassan. För att korrelationsstudien ska bli rättvisande krävs det att även företagens framgång endast har två svar. Studien testar sedan samtliga av de tre reviderade grupperna gentemot företagens parametrar för att söka samband.

2.4 Kommentar samt avgränsning för de 11 parametrarna

Nedan följer en kortfattad motivering samt avgränsning för indelning av svaren på de 11 parametrarna. Med anledning av det stora antalet parametrar är studien inte fokuserad på att få en total genomarbetad motivering av varje enskild faktor utan vi tar istället relativt kortfattat upp varför varje parameter är med i studien.

2.4.1 Storlek och ålder på företaget

Ett stort företag med, hög omsättning, många anställda, kontor i flera länder som har funnits på marknaden under lång tid har flera anledningar till att skriva bättre och seriösare prospekt. Dessa anledningar är:

Bättre prognoser om framtiden

- *Större resurser.* Större och äldre företag har större resurser att göra riktiga prognoser samt att stora företag kontinuerligt övervakar marknaden för att egen vinning. Ju bättre ett företag kan prognostisera framtida efterfrågan desto bättre kan företaget vara anpassat för denna. Mindre företag prioriterar inte på samma sätt detta eftersom de ofta ännu inte har någon försäljning.
- *Bättre kontroll över marknaden.* Stora och sedan länge etablerade företag har bättre kontroll över var marknaden är på väg av flera anledningar. De har långsiktiga goda kontakter med kunder som kan ge framtida bedömningar av sina beställningar. De har vidare flera säljrepresentanter som oberoende av varandra ge sin egen bild av framtida beställningar. Företag med kontor i olika delar av världen får också en total bild av marknaden och kan se när en utländsk marknad viker och förbereda sig för att detta sprider sig. Erfarenhet av tidigare förändringar på marknaden gör också att dessa företag bättre och i ett tidigare stadium se vart efterfrågan är på väg.

Seriösare attityd

- *Långsiktigt tänkande.* Större och äldre företag har ofta flera gånger tidigare tagit in kapital från marknaden. De har erfarenhet hur det går om prognoserna inte infrias och företaget tappar förtroende av aktieägare och analytiker. Dessa företag borde av denna anledning vara mer försiktiga i sina prognoser. Större och äldre företag är också på marknaden för att stanna, vilket de bevisar genom att de fortfarande verkar, och har inget intresse att göra en kortsiktig vinst för huvudägarna genom att kommunicera vidlyftig och ofta attraktiv information.
- *Mindre pressat kapitalbehov.* Det finns visserligen ett positivt samband mellan storlek på företaget och emissionsstorleken, men tar vi däremot och jämför emissionsstorleken med omsättningen hos företaget ser vi att större företag tar in mycket mindre summor än de små företagen. Av denna anledning är större företag inte lika pressade, som mindre företag, att måla framtiden i rosenrött för att få igenom emissionen.

De parametrar vi har valt, samt deras avgränsning, för att känneteckna ett stort och äldre företag är:

- **Omsättning.** Den avgränsning vi har valt att göra är huruvida företaget vi noteringen hade årsomsättning motsvarande 50 miljoner kr baserat på senaste helårsrapport.
- **Antal anställda.** Den gräns för antalet anställda som vi har valt är 50 personer.

- **Utlandsetablering.** Huruvida företaget har utlandskontor eller inte. Agenter eller återförsäljare räknas inte.
- **Ålder på företaget.** Om det har gått mer eller mindre än fem år fram till noteringen sedan företaget grundades. Ifall företaget har sin grund i ett företag med en totalt annan affärsidé ses bytet av inriktning för företaget som tidpunkt för grundande.

2.4.2 Ålder på VD

VD: ns ålder kanske visar sig ha betydelse för hur väl företaget prognostiserar framtiden. Det kan finnas flera möjliga vinklingar på denna parameter. En äldre VD kan vara försiktigare i de prognoser som ges ut pga. större erfarenhet om hur marknaden kan svänga. Vidare ha större erfarenhet hur det går för företaget om prognoserna inte kan infrias och de problem som detta skapar. Äldre människor drogs inte heller med på samma sätt i den "IT-glorifiering" som existerade under 1999 och såg inte framtiden lika ljus. En äldre VD tänker förmodligen heller inte lika kortsiktigt gällande sin privatekonomiska situation utan ser hellre att företaget lyckas infria sina löften för att på lång sikt göra aktieägarna, inklusive VD, förmögna.

Avgränsning

Gränsen för att räknas in i den äldre gruppen kommer att vara 40 år.

2.4.3 Säte för huvudkontoret

Stockholm är, jämfört med andra städer, kraftigt överrepresenterat gällande antal IT företag. Stockholm har blivit som ett mecka för IT dit allt fler IT-företag "vandrar". Anledningen till att dessa företag flyttar sitt säte till Stockholm är de vill vara i händelsernas centrum, där nya trender och idéer skapas, för att inte missa något. Vidare för att många av deras kunder och samarbetspartners redan är belägna där. Med anledning av detta kan man dra hypotesen att Stockholmsföretag har bättre vy över marknaden och ser vart efterfråga och trender är på väg och med hjälp av detta möjliggöra bättre prognoser om framtiden. Vidare flyttar de flesta IT-företag sitt säte till Stockholm när de blir större varför man kan anta att mindre företag ofta ännu befinner sig utanför Stockholmsområdet, vilket vi ovan argumenterat för borde ha en negativ effekt på prognosernas giltighet.

Avgränsning

Om företaget vid noteringen har sitt huvudkontor i Stockholm eller inte.

2.4.4 Noterings intermediär / Bank

En tidigare studie gjord på Lunds Universitet (Engfelt, Eriksson, Homann, 2000) har testat hypotesen att de mer välkända bankerna lyckats bättre vid noteringen d v s lyckats få en högre

värdering av företaget, vilket studien kom fram till. Engfelt, Eriksson, Homanns studie skiljer sig från denna undersökning på så sätt att studien inte kommer att jämföra mellan olika banker, vad gäller storleken på emissionen, utan istället på om företag kopplade till vissa banker bättre lyckats hålla vad de utlovat. Anledningen till att noteringsbank är med som parameter är att det är oftast är bankerna som författar prospekten baserat på uppgifter från företaget. Det finns alltså stor anledning att misstänka att bankerna har stort inflytande på utformningen av framtidsvisionerna. Studien kommer visa vilken eller vilka banker som har lyckats bäst gällande att notera företag som hållit vad de lovat.

Avgränsning

Vilken bank som handhar noteringen, en del företag sköter själva noteringen och delas in i en egen grupp.

2.4.5 Lista

En studie gjord av Henric Winge vid Lunds Universitet (Winge, 2000), vilken tas upp närmre under teoriavsnittet, undersökte vinstprognosernas tillförlitlighet samt testade om det fanns skillnader mellan de olika börslistorna gällande uppfyllandet av prognoserna. Hans slutsatser är att de större listornas företag bättre lyckades leva upp till målen. Slutsatsen som han drar är att dessa listor har större krav på företagen än de mindre. Denna studie skiljer sig från Winges på så sätt att studien inte endast bygger på vinstprognoser utan istället på olika typer av prognoser (vinst, omsättning, etablering, mm) för varje företag. Troligt är ändå att studien ser liknade samband som de Winge har sett.

Avgränsning

Den lista som företaget noterades på OTC-, O- eller SBI-listan samt Aktietorget.

2.4.6 Ledningens ägande

Desto större ägande som en ledning och styrelse har i ett företag desto mer makt och motivation borde denna ha för att få ett högt värde på företaget. Detta eftersom deras ägande inte endast minskar på grund av utspädning vid notering utan även på grund av ledningen och styrelse ofta säljer ut delar av sitt innehav för att stärka sin privatekonomiska situation.

Troligt är att de känner sig sporrade att trissa upp värderingen. Detta eftersom företaget i de flesta fall inte tidigare har bli noterat och ledning och styrelse ser helt plötsligt en chans att säkerställa sin privata ekonomi.

En tanke är att ledningen tänker kortsiktigt och medverkar till att skriva ett mycket optimistiskt prospekt för att på detta sätt få ett högt pris för företaget. Dessa positiva visioner blir ju dock svårare att uppfylla.

Avgränsning

Ledning och styrelsens sammanlagda ägande innan noteringen. Över eller under 50 %?

2.4.7 Kassa

Storleken på kassan vid noteringen är avgörande för hur stor press ledningen känner inför hotet att stå utan likvida medel. Hypotesen är att desto mindre kassa desto vidlyftigare visioner i prospektet. Detta för att bättre lyckas sälja in företaget till marknaden.

Avgränsning

Kassans storlek vid senaste rapport eller framläggande i prospektet vid noteringstillfället. Över eller under 10 miljoner?

2.4.8 Vinst eller inte?

Företag som visar vinst har en beprövad affärsmodell vilken de har lyckats utnyttja för att skapa överskott till aktieägarna. Denna typ av företag har stort förtroende på marknaden och det kanske visar sig att dessa företag inte vill rasera detta genom att ge för stora förhoppningar genom vidlyftiga prospekt. Vidare har företag som redovisar vinst med stor sannolikhet en bra intern kontroll över marknaden eftersom detta krävs för att lyckas följa marknadens svängningar gällande trender och efterfråga och skapa vinst samtidigt med stor tillväxt. Det är i övrigt sällsynt med mindre företag som gör vinst eftersom dessa för det mesta knappt har någon omsättning att göra vinst på. Sannolikt är att företag som gör vinst i allmänhet är större än förlustföretag, vilket vi ovan har argumenterat för borde leda till bättre och mer seriösa prognoser.

Avgränsning

Huruvida företaget vid senaste helårsrapport redovisade vinst.

3 Teori

3.1 Börslistorna

Börsens aktier är uppdelade på olika listor. Ett företag som vill introduceras på börsen måste leva upp till en rad villkor och förordningar. Varje lista har egna regler och inträdeskraven skiljer sig åt. De företag som denna studie granskar blev introducerade på följande listor:

- OTC-listan.
- O-listan.
- SBI.
- Aktietorget.

Från och med den 3 juli 2000 har det inträffat en del förändringar på Stockholmsbörsen. OTC-listan försvann från börsen. Företagen från OTC-listan gick då in i O-listan och börsen kom därmed att bestå av två listor, A- och O-listan.

Samtidigt införde man i O-listan en motsvarighet till A-listans ”mest omsatta-listan”. Denna lista fick namnet Attract 40. SBI-listan har bytt namn till Nordic Growth Market (NGM).

Nedan följer en beskrivning av de olika börslistorna, samt vilka krav som gäller för att bli börs registrerat på respektive lista, som de såg ut under 1999.

3.1.1 OTC-listan småföretagslistan (Stockholmsbörsens hemsida)

OTC-listan var avsedd för små eller medelstora företag, som är noterade men inte registrerade vid Stockholms Fondbörs. OTC är en förkortning för ”Over The Counter”, vilket betyder handel över disk. För att ett företag ska få registrera sig på OTC-listan krävs (NetTrades & Aktietrends hemsida):

- Ett noteringsprospekt måste upprättas (Detta gäller ej om företaget har flyttats från A-listan eller tidigare varit noterat i två år på O-listan).

- Att företaget uppfyller börsmässiga krav vad gäller: företagslednings kompetens, styrelsens sammansättning, kapacitet för aktiemarknadsinformation samt ekonomistyrning.
- Det måste finnas minst 500 aktieägare som vardera äger minst motsvarande ett kvarts basbelopp (minst en noteringspost).
- Allmänheten ska äga minst 25 procent av aktiekapitalet och minst 10 procent av rösterna.
- Marknadsvärde, börsvärde >50 miljoner SEK.
- Minst tre års verifierbar historia.
- Dokumenterad vinstintjäningsförmåga.

3.1.2 O-listan

O-listan är avsedd för övriga bolag på Stockholms Fondbörs och är även kallat väntelistan. Detta kan var bolag som saknar erforderlig verksamhetshistorik för notering på A- eller OTC-listan.

O: et i O-listan kommer från onoterade. Detta på grund av att tidigare handlades aktierna inofficiellt på papperslistor utlagda i börshuset i Gamla Stan i Stockholm, innan all handel blev elektronisk på 1990-talet. De bolag på O-listan, som inom ett eller två år avser att registreras på A- eller OTC-listan redovisas på en särskild väntelista (Stockholmsbörsens hemsida).

För att ett företag ska bli noterat på O-listan krävs att krävs (NetTrades & Aktietrends hemsida):

- Ett noteringsprospekt måste upprättas (Detta gäller ej om företaget har flyttats från A- eller OTC-listan).
- Att företaget uppfyller börsmässiga krav vad gäller: företagslednings kompetens, styrelsens sammansättning, kapacitet för aktiemarknadsinformation samt ekonomistyrning.
- Det måste finnas minst 300 aktieägare som vardera äger motsvarande minst ett kvarts basbelopp (minst en noteringspost).
- Allmänheten ska äga minst 10 procent av aktiekapitalet och minst 10 procent av rösterna.

3.1.3 SBI-listan

SBI-listan går numera under namnet Nordic Growth Market. I denna studie används namnet SBI, då listan benämndes så 1999. Marknadsplatsen har som mål att utvecklas till Nordens ledande marknadsplats för tillväxtföretag (Nordic Growth Markets hemsida).

För att ett företag ska bli noterat på SBI-listan krävs att (Aktiespararnas hemsida):

- Det måste finnas minst 300 aktieägare.
- Man måste ha lägst 30 procent av aktierna tillgänglig för handel.
- Det måste finnas en Market maker, vilken också ska vara medlem i marknadsplatsen.
- Det ska finnas ett avtal mellan SBI och bolaget om aktiemarknadsinformation.
- SBI måste godkänna bolaget.

3.1.4 Aktietorget

Aktietorget har som syfte att hjälpa utvecklingsbara företag att skaffa ägarkapital från allmänheten samt att tillhandahålla ett effektivt rikstäckande system för handel med bolag noterade på Aktietorget lista (Aktietorget hemsida).

För att ett företag ska bli noterat på Aktietorget krävs att:

- Affärsidén ska vara rimligt färdig.
- Företaget bör ha varit igång i några år.
- Man måste vara en erfaren företagare.
- Man säljer aktier till ett belopp på minst två miljoner SEK. Finns ingen övre formell gräns.

Kraven är sålunda betydligt mindre för att bli noterad vid SBI-listan och AktieTorget än var det är att bli börsnoterad vid O- eller OTC-listan. På SBI-listan och AktieTorget kräver man t. ex inte noteringsprospekt.

3.2 Prospekt

När ett företag skall introduceras på börsen måste alltid ett prospekt upprättas. Prospektet är en mycket viktig handling. Prospektet granskas av flera parter såsom anställda och affärsförbindelser. Det utgör vanligtvis det viktigaste beslutsunderlaget för investerare. Investerare måste utifrån prospektet kunna göra en bedömning om företagets risker, den ekonomiska ställningen och företagets framtida avkastningsförmåga (Gometz, Ramseyer, Grundvall 1996, s. 45).

Ovan text är hämtat från en bok som är skrivet ur ett säljperspektiv.

I gällande lagstiftning finns det inga krav på noteringsprospekt vad det gäller SBI och Aktietorget. Denna aspekt tas upp närmare senare.

Ett prospekt skall vara sakligt utformat och inte beskriva framtiden i för ljusa färger. Ett prospekt är på sätt och vis ett säljinstrument och därmed är det desto viktigare att inte måla upp en orealistiskt positiv bild av framtiden (Gometz, Ramseyer, Grundvall 1996, s 45). Det är bättre att göra en rimlig uppskattning än att räkna ut ett exakt värde som grundar sig på gissningar (Kubr, Ilar, Marchesi, 2000, s. 75). Prospektet kommer att finnas tillgängligt under många år och möjliggör jämförelser med hur det har gått i verkligheten. Denna jämförelse påverkar förtroendet för företaget och dess ledning. Det primära ansvaret för innehållet i prospektet ligger på företagets styrelse. I de flesta fall anlitas en erfaren fondkommissionär i prospektarbetet. Fondkommissionären har inget självständigt ansvar men den har ett rådgivningsansvar som man tar allvarligt på. Revisorer granskar sedan prospektet och inom vissa gränser har revisorerna också en rådgivningsroll när det kommer till bearbetningen av den finansiella informationen (Gometz, Ramseyer, Grundvall 1996, s 45).

Det finns flera olika typer av prospekt som är aktuella vid en introduktion av aktier. Dessa är följande (Gometz, Ramseyer, Grundvall 1996, s. 46):

- Börsprospekt.
- Noteringsprospekt.
- Emissionsprospekt.
- Erbjudandeprospekt.

Börsprospekt skall utformas då ett företag ansöker om registrering på stockholmsfondbörs A-lista. Det gäller i princip också när ett företag från O-listan respektive Attract 40 listan ansöker om flyttning till A-listan.

Noteringsprospekt skall utformas då ansöker om notering på O-listan respektive Attract 40 listan.

Emissionsprospekt skall upprättas när ett publikt aktiebolag riktar inbjudan att förvärva aktier eller teckningsrätter i företaget.

Erbjudandeprospekt upprättas vid emission av aktier som inte är noterade vid Stockholms fondbörs.

3.2.1 Proforma

”Proforma” används för att åskådliggöra den historiska utvecklingen för två sammanslagna företag som ska in på börsen.

Exempel:

Två företag slås samman under våren 1999. Under hösten skall det nya företaget noteras. Vid detta tillfälle måste åtminstone en resultaträkning och en balansräkning för 1998 redovisas som åskådliggör hur det hade sett ut om de redan då var sammanslagna.

3.2.2 Prospektets utformning

Följande är hämtat ur Näringslivets Börskommitté (NBK, 1999).

De grundläggande rekommendationerna för hur ett prospekt skall utformas syftar till att ge nuvarande och presumtiva aktieägare underlag för hur bedömningen av den framtida avkastningen och risken, som en placering i den aktuella företaget skall utfalla. Detta kan innebära att även om ett prospekt uppfyller alla formella krav, så kan det, sett i sin helhet ge en missvisande bild av bolaget. Prospektet bör därför innehålla information som i icke oväsentlig grad kan bedömas påverka aktiemarknadens värdering av bolaget.

Utformningen av ett prospekt skall i första hand präglas av följande:

- Saklighet.
- Öppenhet.
- Problemorientering.

Vidare skall prospektets innehåll vara analyserbart och så gediget som kan krävas med hänsyn till syftet. Informationen i prospektet skall styras av den betydelse den har i det enskilda fallet. Prospektets utformning och innehåll blir därmed beroende av företagets branschtillhörighet, samt dess specifika förhållande.

Företag som är noterade på utländska börser där andra bestämmelser och praxis är gällande, har av naturliga skäl andra informations krav att leva upp till än de svenska företagen. Då måste detta framgå tydligt i prospektet (NBK 1999, s. 13).

I vissa fall kan det finnas särskilda motiv till att utelämna viss information, som enligt lag inte eller föreskrifter måste lämnas, t ex röjandet av information som kan anses som en företagshemlighet. Dock får ett utelämnande av detta slag inte innebära att värderingen av företag blir ofullständig eller felaktig (NBK 1999, s.14).

Den information som finns i prospektet kan i vissa fall vara annorlunda än den informationen som företaget har gett i årsredovisningen. Vad det gäller redovisningsprinciper i prospekt gentemot årsredovisning så gäller ungefär samma regler. För att man skall kunna göra en uppföljning av de bedömningar som har lämnats i ett prospekt bör den därpå följande årsredovisningen också behandla samma information som lämnats i prospektet (NBK 1999, s.14). Detta är endast rekommendationer och ej regler. De lagliga aspekter som finns kommer denna studie att ta upp senare.

3.2.3 Framtidsinriktad information

Framtidsbedömningar är förenade med osäkerhet. Ibland kan det vara så svårt för ett företag att göra framtidsprognoser som är av meningsfull karaktär. Detta skall dock ej hindra företaget från att föra resonemang om framtiden. Det är viktigt att prospektet inte innehåller mer långtgående uttalanden än det finns täckning för.

Prognoser eller annan information om framtiden kan vara av olika preciseringsgrad, såsom nedan visas. Prospektet kan innehålla olika informationsnivåer (NBK 1996, s. 15).

- Kvantifierad resultatprognos (i regel på kort sikt).
- Intervall för resultatprognos (i regel på kort sikt).
- Uppgifter om hur resultatet kommer att utvecklas i jämförelse med det senaste avslutade verksamhetsåret (i regel på kort sikt).
- Avkastningsnivå på eget kapital, marginaler i rörelsen m.m. Det är av stor betydelse att man gör en klar åtskillnad mellan bolagets målsättning respektive vad man bedömer att man kommer att uppnå.
- Allmänna omdömen av icke-kvantitativ natur. Sådana faktorer skall anges och kommenteras om de bedöms få en betydelse för de framtida resultaten.

De förutsättningar som man bygger sina prognoser på skall motiveras. Känslighetsanalyser där man kan visa hur resultatet kan påverkas av olika scenarier är ofta av stort värde.

3.2.4 Vidare anvisningar för utformande av prospekt

När man utformar ett prospekt är det viktigt att man redovisar fakta om bolaget och hur försäljningen kommer att genomföras.

I prospektet skall det framgå vem eller vilka som fattat beslut om erbjudandet samt hur stort aktiekapitalet är för närvarande och vad det kommer att uppgå till efter genomfört erbjudande med fördelning på aktieslag. I de fall erbjudandet innefattar en försäljning av befintliga aktier skall anges vem som står som säljare, vad denna aktiepost motsvarar i röstandel och kapitalandel. Vidare skall följande information framgå av ett prospekt (NBK 1996, s.19-20):

- Det skall tydligt framkomma vilka som erbjuds att teckna aktier. Är erbjudandet uppdelat i olika segment, som riktar sig till olika kategorier som t ex allmänheten och institutioner respektive olika geografiska områden, skall det anges hur stor andel av erbjudandet som är riktat till respektive kategori.
- Information om vilka börser, marknadsplatser eller motsvarande som noteringen skall ske. Dessutom skall det anges vilka aktieslag som skall noteras och hur stora poster aktien kommer att handlas i. Även tidpunkten för påbörjandet av handeln med aktierna skall anges.
- Eventuella underwriters (garanter) för emissionen respektive försäljningen skall anges.
- För de fall försäljningspriset kommer att fastställas efter ett anbudsförfarande skall anges vid vilken tidpunkt det fastställda priset kommer att offentliggöras. Ett högsta försäljningspris måste anges samt kostnader såsom courtage. Information om från och med för vilket räkenskapsår de erbjudna aktierna medför rätt till utdelning anges också.
- Anmälningstiden och hur en teckningsberättigad person skall agera för att anmäla sig för erbjudandet skall anges. Samt hur likvid för tecknade eller förvärvade aktier skall erläggas. Det skall också anges om någon grupp av individer har företräde vid tilldelning t ex anställda. Om det finns villkor för erbjudandets fullföljande, skall detta anges.

3.3 Tidigare studier på området

Det har genomförts en rad tidigare svenska och utländska studier som berör samma område, som i denna studie. Här tar vi upp några av dem:

3.3.1 ”Kan man lita på prospekten? – en studie av vinstprognosers tillförlitlighet”

Huvudsyftet med denna studie var att klarlägga om man kan lita på vinstprognoserna i nyintroduktionsprospekten (Winge, 2000). Henrik Winge, Lunds Universitet studerade här 86 prospekt och kom fram till svaret att man inte kan lita på vinstprognoserna.

Den genomsnittliga vinstprognosen slog nämligen kraftigt fel och utfallet blev avsevärt sämre än förväntat. Winge kom fram till att medeltalet för prognosfel blev -172% , vilket han ansåg var mycket dåligt. Detta var dock inte hela sanningen, då Winge i sitt underlag hade enstaka extremt dåliga utfall som påverkade resultatet. Bortsåg man från de tre mest extrema prognosfelen, sjönk medeltalet till knappt -9% , vilket dock fortfarande var ett dåligt resultat enligt författaren. Trots det dåliga resultatet kom Winge fram till att majoriteten av bolagen (48 av 86 bolag) infriade eller överträffade sina prognoser.

Man kan även läsa i studien att det förelåg stora skillnader mellan olika marknadsplatser. De bolag som marknadsintroducerades vid någon av fondbörsens listor har klarat att hålla eller t.o.m. överträffa prognoserna, till skillnad från SBI- eller IM-bolagen. Detta skulle tyda på att olika krav som gäller för notering har stor betydelse för prognosernas tillförlitlighet.

I sina slutsatser skriver Winge vidare att vid utländska studier har man funnit samband med bolagens ålder och förmåga att realisera prognoser, vilket Winge menar också skulle gälla för svenska förhållanden. Skillnaden mellan å ena sidan SBI- och IM-bolagen och å andra sidan A-, OTC-, och O-listan är just att de förra inte sällan saknar historia.

Prognosernas exakthet tycks dessutom sjunka med krav på dokumenterad intjäningsförmåga. På A- och OTC-listan krävs att bolagen har uppvisat positiva resultat, bolagen på dessa listor uppvisar de mest exakta prognoserna, konstaterar Winge. Förhållandet är dock det motsatta beträffande avkastningen det första året efter notering jämfört med framgången i uppfyllandet av vinstprognoserna. IM- och SBI-bolagen uppvisar enligt Winge högre avkastning än övriga.

Författaren kommer sedan i sin studie fram till att förekomst av vinstprognos tycktes främja börskursen. Bolag som utfärdat vinstprognoser har uppvisat en indexjusterad avkastning om knappt 22% , de bolagen utan prognos hade endast 10% indexjusterad avkastning.

Winge konstaterade även att man inte ska lita alltför mycket på prospektens vinstprognoser, i synnerhet inte om det gäller mindre bolag vid inofficiella marknadsplatser. Han visar dock på att det inte i hans studies resultat, finns någonting, som skulle ligga till grund för beslut att inte investera i mindre bolag, vid inofficiella marknadsplatser. Tvärtom tycks de uppvisa högre avkastning än bolagen på Stockholms Fondbörs.

3.3.2 ”Förändring av prospekt - ur ett riskbeskrivningsperspektiv”

Denna magisteruppsats är skriven vid Stockholms Universitet, HT-2000. Uppsatsen syfte var att (Lind, Samuelsson 2000):

”Undersöka huruvida prospekt förändras med rådande marknadsförhållanden. Undersökningen har koncentrerats kring prospektens riskbeskrivning”.

För att mäta om det var någon skillnad mellan prospektens utformning vid uppgång, och prospektens utformning vid nedgång, ur ett ”riskbeskrivningsperspektiv”, så ställde de upp en hypotes:

H_0 = Prospekten förändras *inte* med marknadens utseende.

För att testa hypotesen undersökte författarna 10 prospekt från företag inom IT-branschen, då denna bransch gick igenom en kraftig nedgång från mars 2000. Man granskade 5 IT-företag före kraschen och fem IT-företag efter kraschen.

Undersökningen gjordes med hjälp av en hypotesprövning. I hypotesprövningen användes tre olika undersökningsmått av varierande karaktär. De tre olika undersökningsmåten är samtliga förknippade med riskbeskrivningen i de olika prospekten, och är följande:

- Andelen sidor som beskriver risker.
- Vilka risker som är de mest betydande, volatilitetsrisken eller förlustrisken.
- Ett subjektivt betyg. Författarna förklarar i sitt examensarbete att det subjektiva betyget hade till syfte att fånga in dels de två tidigare nämnda riskerna och dels den personliga uppfattning som författarna Henrik Lind och Ola Samuelsson fick när de läste prospekten.

Man ville med sina undersökningsmått bland annat undersöka om ”financial distress” och lönsamhetsrisk var beskrivet i prospekten.

Med sina undersökningsmått kunde de i samtliga fall förkasta hypotesen: H_0 = Prospekten förändras *inte* med marknadens utseende. D.v.s. prospekten förändras med marknadens utseende.

Författarna konstaterar att det är ett intressant faktum att riskbeskrivningen förändras i en krisdrabbad bransch. Man menar att detta kan bero på att prospektutgivarna är känsliga för den rådande tidsandan. En trovärdig förklaring till detta kan enligt de båda författarna vara att prospekt som ges ut i en bransch som precis drabbats av en krasch, tvingas bli mer tydliga med att beskriva risker, för att på bästa möjliga sätt locka till sig investerare. Investerarna är nu mer medvetna om riskerna.

Man fastslår även att nu när man har en IT-kris i bakhuvudet så ändrar förväntningarna möjligen karaktär och baseras på verkliga siffror och mer traditionella värderingsmodeller istället för visioner.

3.3.3 “The importance of the investment bank’s reputation for the performance of IPOs”

Författarna till denna studie har tittat på huruvida investment bankernas rykte har spelat någon roll vid börsintroduktioner (Engfelt, Eriksson, Homann, 2000). Detta är något man har kunnat bevisa i sin uppsats. Dom har även tittat på om det skiljer sig i betalning till olika investment banker med hänsyn till deras rykte.

Vidare har de undersökt om mindre prestigefyllda svenska investment banker är sämre på att få ett högt pris på företaget som skall börsintroduceras än vad de mer prestigefyllda och erfarna investment bankerna är. Författarna kommer fram till att så är fallet. Något man inte kunnat bevisa i sin studie är om det har varit någon skillnad i intäkter för investment bankerna vid börsintroduktioner, d.v.s. huruvida det finns någon klar skillnad mellan de olika kategorierna av investment banker.

3.3.4 Dagens Industri

Nedan följer en beskrivning av tre studier på området, vilka publicerats i Dagens Industri.

”Småbolagen höll inte vad de lovade”

”Småbolagen höll inte vad de lovade” (Johansson, 2000) är en studie där Frida Johansson konstaterar att inget bolag på de mindre börslistorna lever upp till sina löften från prospekten, som gavs ut inför introduktionerna 1998 och 1999. De företag som haft luddigast mål i sina prospekt kommer lättast undan granskning då deras mål är svåra att följa upp.

I sin studie granskar författarinnan kritiskt en rad företag, bland annat konsultbolaget Kipling som noterades på Nya marknaden sommaren 1998. I sitt prospekt lovade bolaget att ligga över de ledande företagen i branschen vad gäller rörelsemarginal, det vill säga över 10 procent. Detta är inget företaget har kunnat leva upp till utan det har snarare gått utför. Rörelsemarginal som från början var på 12 procent blev 9 procent 1998 och negativa 8 procent 1999.

Vidare beskrivs att de prognoser som lämnades i noteringsprospekten, vid nyintroduktioner under 1998 och 1999, var dålig vägledning till investeraren. Så är fallet åtminstone på SBI-listan och Nya marknaden. Dagens Industri konstaterar i sin studie att med facit i hand visar det sig att inget av bolagen levde upp till sina prognoser för 1999, detta trots att året i många fall var påbörjat när prognosen gavs.

I Artikeln beskrivs sedan en rad företag som inte har kunna leva upp till sina prospekt. Man tar bland annat upp Optovent som lovade ett försäljningsgenombrott för 1999 och teknikföretaget Switchcore i Lund som lovade stora order för år 2000. Inget av företagen uppnådde sina mål.

Optovent försvara sig med att det är svårt att hålla vad man lovar när man inte har kontrollen över alla faktorer. Optovent som är ett företag inom medicinsk teknik och påstår sig vara beroende av godkännanden från olika myndigheter.

Switchcores VD säger i en kommentar till Dagens Industri att allt är enligt plan. Han försvarar sig med att de har en eftersläpning på ungefär ett kvartal från order till fakturering. I prospektet vill de bara ge en indikation på hur de tror att saker utvecklar sig, och de räknar med all volymförsäljning i slutet av året.

”SBI-listans luddiga löften”

Denna studie kritiserar många av de nyintroducerade företagen på SBI-listan (Ledaren, 2000). Här menar skribenten att många av de företag som introducerats på SBI-listan har haft prospekt med visionära prognoser som kan leda till tråkiga uppvaknanden. Ett år efter det att prospektet skrevs kan verkligheten ligga långt ifrån prospektens ljusa visioner.

Vidare säger man att det inte finns någon anledning att misstänka entreprenörer och nykomlingar på smålistorna. Det finns dock stor anledning att granska både människor och prospekt mer noga. Man säger att ett ordrikt prospekt med vagt sifferunderlag och en svårförstålig affärsidé bör granskas lite extra.

Man konstaterar även att det finns en hel del oseriösa företag som försöker lura placerare ”På smålistorna kan det dölja lycksökare som bara är ute efter att rafsas åt sig en påse pengar och sedan låta bolaget försvinna”

Man kritiserar inte bara SBI-listan, utan även Nya marknaden, som lyder under OM Stockholmsbörsen. Nya Marknaden har enligt Dagens Industri råkat utföra en hel del egendomligheter. Turerna kring Net Capital, E-Play och Comexchange ledde exempelvis till att de bolagen avnoterades från Nya marknaden, vilket denna studie tar upp längre fram.

Författaren kommer fram till att om SBI-listan ska kunna behålla sin ställning så är det viktigt att också prospektet är korrekta. Detta för att småbolag med seriösa ägare ska kunna få tillgång till riskvilligt kapital för att växa. ”Det får inte vara de rosiga förhoppningarna som styr pennan utan den krassa verkligheten”.

”Är börser ett laglöst land?”

En annan studie i Dagens Industri som tar upp problematiken med oseriösa företag handlar om huruvida skandalerna har blivit fler på börser och i så fall varför (Benson, 2000c). Man kommer snabbt fram till att antalet oseriösa skandalbolag har ökat.

Det intressanta är att studien konstaterar att gemensamt för de företag man tar upp är att alla går att inränga i IT-sektorn.

3.3.5 ”Vampire investors' feed on dotcom culture”

I en studie konstaterar Financial Times att av 70 chefer eller styrelseledamöter i olika IT-bolag hade 39 procent vissa tveksamheter (Daniel, 2000). I den undersökta gruppen upptäcker man undagömda konkurser, brott mot olika aktiemarknadsregler, försäkringsbedrägerier, utländska bedrägerier, samt till och med kopplingar till organiserad brottslighet. Enligt Kroll Associates, som genomför studien, vilken Financial Times tar upp, så har fyra av tio IT-höjdare använt tvivelaktiga affärsmetoder. Detta ska jämföras med genomsnittet över alla branscher som enligt Kroll Associates är en av tio.

Förklaringen till varför IT-bolagen har fyra gånger mer skumma affärer än de traditionella företagen är enligt Kroll Associates i Financial Times ställs det mycket större krav på att besluten fattas snabbare i den nya ekonomin. Detta gör att den löpande styrningen försummas. En annan förklaring är att det har funnits nästan obegränsat med pengar och investerare kring IT-sektorn. Vilket leder till att även oseriösa aktörer drar sig dit (Daniel, 2000).

3.4 Legala aspekter kring prospekt

När ett företag vill ge ut ett prospekt måste det registreras hos Finansinspektionen. Ett prospekt måste innehålla ett antal uppgifter för att uppfylla Finansinspektionens krav. Lagen säger att Finansinspektionen och marknadsens självreglering närmare skall ange kraven för prospektets innehåll i enlighet med vad som krävs för att tillfredsställa informationsflödet till värdepappersmarknaden (af Sandeberg 2001, s. 70).

Det är emellertid inte möjligt att in i minsta detalj reglera sådan verksamhet som aktiemarknaden i lag och förordningar. En mycket betydande del måste lämnas till så kallad självreglering, d v s en normgivning baserad på rekommendationer, avtal och beskrivningar av god sed, i sin tur baserad på praxis (Gometz, Ramseyer, Grundvall 1996, s. 22). Ett publikt aktiebolag eller en aktieägare som skall genomföra en emission eller lämna ett erbjudande till en större krets att förvärva företagets utgivna aktier, har att beakta prospektreglerna i aktiebolagslagen och, allt efter omständigheterna, bestämmelser om prospekt i LBC (lagen om börs- och clearingverksamhet) och LHF (lagen om handel med finansiella instrument).

ABL (aktiebolagslagen) uppställer tre rekvisit som skall upprättas när ett prospekt kommer till.

- En beloppsgräns.
- Att företaget är publikt.
- Krav på spridning.

Enligt ABL behöver ett prospekt upprättas endast om det totala beloppet till följd av erbjudandet uppgår till minst 300 000 kr. Ett publikt företag skall minst ha ett aktiekapital på 500 000 kr och ett privat företag minst 100 000 kr. För att prospektskyldighet enligt ABL skall föreligga krävs att erbjudandet riktas till en vidare krets. Begreppet vidare krets är svårt att definiera men avgörande är om allmänheten eller en större krets av personer berörs av erbjudandet (af Sandeberg 2001, s. 74).

3.4.1. Börsens regelverk

En prospektutgivare har förutom lagar och föreskrifter också skyldighet att ta hänsyn till de branschregler som aktörer på finansmarknaden utfärdar om prospekt. OM Stockholmsbörsen har bestämmelser som är bindande för företagen som noteras på OM Stockholmsbörsen. Ett sådant avtal är bara ett av flera villkor som måste uppfyllas innan handel i en aktie kan börja. När ett företag och börsen har tecknat ett avtal om den information som måste anges i noteringsprospektet är detta civilrättsligt bindande. Överträdelser av avtalet kan innebära skadeståndsansvar eller medföra att börsen tillgriper andra sanktionsmöjligheter som står till buds. Tidigare fanns bara kravet att en börsmedlem rekommenderade noteringen och därefter så kunde företaget i fråga underteckna en förbindelse med börsen att följa reglerna. Företagens uppgifter till börsen var inte tidigare offentliga och börsen krävde inte att företagen skulle utfärda prospekt. (af Sandeberg 2001, s. 81).

1979 genomfördes en reform som syftade till att ålägga företagen en skyldighet att underteckna ett inregistreringskontrakt innehållande åtagande om kontinuerlig informationsgivande till börsen och till allmänheten (af Sandeberg 2001, s. 81).

Näringslivets börskommitté har utfärdat en rad rekommendationer där en del av dessa är bindande juridiskt för börsbolagen. Sett ur prospektansvarssynpunkt är rekommendationen rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv den mest intressanta. Den rekommendationen har ända sedan den först publicerades 1988 tjänat som mall för de företag som är prospektskyldiga (af Sandeberg 2001, s. 86).

3.4.2 Fel i prospekt

De fel som kan tänkas uppkomma i ett prospekt kan bestå i att uppgiftslämnaren har lämnat information som är bristfällig och felaktig och därmed också vilseledande. När formfel uppstår så har regler och föreskrifter inte följts korrekt och när sakfel uppstår så har inte prospektutgivaren använt sig av korrekt eller adekvat information. Börsprospekt skall godkännas av OM Stockholmsbörsen. Börsen kontrollerar att den obligatoriska informationen har tagits med i prospektet men börsen granskar inte dess riktighet. Finansinspektionen granskar även denna, att den information man tagit med i prospektet överensstämmer med innehållskraven (af Sandeberg 2001, s. 92).

Den ekonomiska informationen som finns i prospektet är särskilt viktig och om den blir felaktig så är det uppenbart att detta kan påverka priset på aktierna i bolaget. Uppgifter om företagets ekonomiska siffror anses vara korrekta om dessa överensstämmer med en av revisor granskad årsredovisning. Ett prospekt innehåller mycket historiska siffror och dessa är relativt lätta att kontrollera, men värre blir det med s.k. soft information. Soft information innebär information som ej är verifierbar t ex framtidsprognoser men även i viss mån uppgifter om företagets omvärld och bolagsledning (af Sandeberg 2001, s. 98).

3.4.3 Prospektansvaret

I en studie ur Dagens Industri (Wilke, 2001b) går det att läsa om prospektansvaret. Wilke förklarar här att dagens rättstillämpning bygger på rättsfall från Kreugerkraschen på 1930-talet. Ansvar för innehållet i prospekt är idag ganska oklart, frågan är således vem som skall ersätta aktieägare som har förlorat pengar p.g.a. att informationen i ett prospekt var felaktig? I Sverige har ytterst företagets styrelse ansvaret för prospektet, men Sveriges lagstiftning skiljer sig från andra länders. I flertalet länder läggs ansvaret på styrelsen, rådgivarna, emissionsbankerna och företaget. I ett nyligen avgjort rättsfall i Danmark fick t ex en emissionsbank betala skadestånd till aktieägarna. I USA finns det en mängd regler kring ansvaret för ett prospekt. I ett nytt betänkande (SOU 2 001:1) föreslår man att företag skall kunna ställas till svars för fel och brister i ett prospekt. Ansvar för emissionsbanker och rådgivare finns inte med aktiebolagslagen.

Vidare går det att läsa i Dagens Industri (Wilke, 2001b) att jämför man ett svenskt prospekt och ett amerikanskt så slås man av skillnaderna. Svenska prospekt är läsvänliga och säljande

medan amerikanerna lägger fram tjocka kompendier med fakta och riskbeskrivningar. Om man tar t ex företaget Mind som börsintroducerades sommaren 2000, kan man läsa i prospektet om styrelsens ambitioner att företaget skall växa med flera hundra procent årligen under ett antal år. Därefter, när bolaget mognat så skall man nå en rörelsemarginal på tjugo procent. Kort efter börsintroduktionen så vinstvarnade företaget.

Det vore naturligare om bankerna och deras corporate finance avdelningar som sköter börsintroduktionerna tog på sig ett större ansvar, då dessa är insatta i företagens siffror och kan bilda sig en realistisk bild av hur värderingen av företaget kommer att bli. Det finns flera viktiga anledningar till varför ett företag vänder sig till en mäklarfirma eller en bank, för att få hjälp med en börsintroduktion. Banken eller mäklarfirman har kunder som kan gå in och köpa aktier efter rekommendation från sin bank eller mäklarfirma. Det är deras antaganden om lönsamheten och tillväxt som styr priset och de kan avgöra om priset är rimligt för aktien. Om aktien dyker efter en introduktion så är det oftast att priset har varit felsatt, det behöver inte vara fel på företaget.

En bank eller mäklarfirma vill utforma prospektet så säljvänligt som möjligt, för att ju högre pris dessa kan ta för aktierna i ett företag som skall in på börsen, desto mer tjänar de. För en vanlig aktieköpare uppfattas prospektet som ett objektvt dokument och kanske vägleds helt av prospektet i sitt köp agerande. Bolaget, styrelsen, gamla aktieägare och emissionsbanken alla tjänar de på att aktien får ett så högt pris som möjligt. Därför måste riskbeskrivningen vara verklighetsförankrad (Wilke, 2001b).

3.4.4 Skadestånd

I Business Week (Thornton & Timmons, 2001) kan man läsa om ett skadestånds fall i USA. Ett exempel på hur man har börjat agerar i denna fråga i USA är när den förra AT & T direktören satsade sina livsbesparingar i den avknoppade mobil verksamheten inom företaget. I prospektet kunde han läsa om hur mycket pengar bolaget skulle tjäna och hur bra allting skulle gå, men drygt fem dagar efter börsintroduktionen sjönk kursen med ungefär en tredjedel, då ny information hade kommit ut. AT&T direktören samt flera aktieägare stämde då AT&T och emissionsbankerna, för att de undvikit att ta upp väsentlig information i prospektet.

Vanligt förekommande vid en börsintroduktion är att man samtidigt genomför en nyemission och en utförsäljning av storägars aktieinnehav. Om storägarna samtidigt är styrelseledamöter och därmed ansvariga för prospektet så kan man teoretiskt sett om aktieägaren har köpt sina aktier från storägaren luta sig mot köplagen och kräva prisreduktion alternativt få pengarna tillbaka. Men då uppkommer problemet om vilka aktier som är nyemitterade och vilka som härrör från storägens utförsäljning. Normalt fallet vid en börsintroduktion är att storägarna lånar ut egna aktier, alltså fler än vad som skall säljas ut enligt prospektet. Därefter tecknar banken eller mäklarfirman aktier i nyemissionen och återlämnar dessa till storägarna. Då kan man säga att det är storägarna som säljer sina aktier till de nya aktieägarna. Då skulle de aktieägare som köpte sina aktier under förra årets många börsintroduktioner kunna gå på storägarna och kräva skadestånd med stöd av köplagen. Detta har inte prövats i Sverige men är enligt jurister fullt möjligt (Wilke, 2001a).

Bara för att en aktie har sjunkit drastiskt i värde så behöver det inte innebära att det var ett utfall av fel prissättning eller att prospektet ej var korrekt skrivet utan det kan ha att göra med faktorer som påverkar hela aktiemarknaden som t ex kraftig räntehöjning

För att få rättelse med hjälp av köplagen krävs att uppgifterna i prospektet varit gravt vilseledande eller att säljaren känt till felaktigheter utan att ha talat om det för någon part. Även broschyrer och reklam räknas som information och skall värderas (Wilke, 2001a).

3.4.5 Vilseledd marknad

Ett incitament för att skriva vidlyftiga prospekt är självklart att tjäna pengar. Ägare till IT-företag kunde då IT haussen var som värst (hösten 1999), göra stora pengar på ett diskutabelt sett. I en studie (Benson, 2000a) beskrivs ett exempel på detta:

Net Capital som har skött noteringen av Comexchange och E-play, på Nya Marknaden, beskrev i prospektet allting i positiva toner. När man sedan genomför nyemissionerna så hamnar mer parten av aktierna hos de hemliga ägarna i Comexchange och E-play, samt olika kompanjoner på aktiemarknaden. Samtidigt har man trissat upp intresset för aktierna genom inlägg på ”internetchattar”, tveksamma pressmeddelanden och köprekommendationer från aktiebrev. När handel kommer igång så är intresset från privatplacerare enormt och detta driver upp kurserna som en raket. Då börjar de hemliga ägarna sälja av aktier med god förtjänst. Samtidigt kontrollerar Net Capital informationsflödet till marknaden och har således förhandsinformation om kommande pressmeddelanden. Det gör att ägarna relativt riskfritt kan tjäna stora pengar medan småspararna blir de stora förlorarna.

I exemplet E-play beräknas de hemliga ägarna sålt aktierna till ett värde av uppskattningsvis 70 miljoner kronor. Aktierna köpte man för 1 miljon kronor (Benson, 2000b). Det finns flera exempel som liknar detta och då kan man konstatera att den självreglering som skall råda på marknaden inte fungerar tillfredställande.

3.4.6 Tänkbara åtgärder

I en rapport från Finansinspektionen (Finansinspektionen, 2001) beskrivs åtgärder för hur man kan förbättra lagstiftningen och aktiemarknaden i sin helhet. Rapporten har kommit fram till följande slutsatser gällande prospekt:

Prospekten bör kvalitetsmässigt förbättras inte minst med tanke på att fler privatpersoner använder aktier som främsta sparform. Det bör ställas samma krav på prospekt oavsett vilken lista eller marknadsplats bolaget noteras på. Självregleringen vid Stockholmsbörsen och övriga marknadsplatser måste få en fördjupad granskning. Det är väsentligt att samtliga företag listade på börsen och övriga marknadsplatser tillhandahåller aktuell och relevant information som görs tillgänglig för alla placerare. En viss standardisering av information bör ske för att underlätta placerarnas möjlighet att jämföra olika företag. En egen hemsida är en naturlig del av detta där man kan redovisa aktuell information rörande företaget.

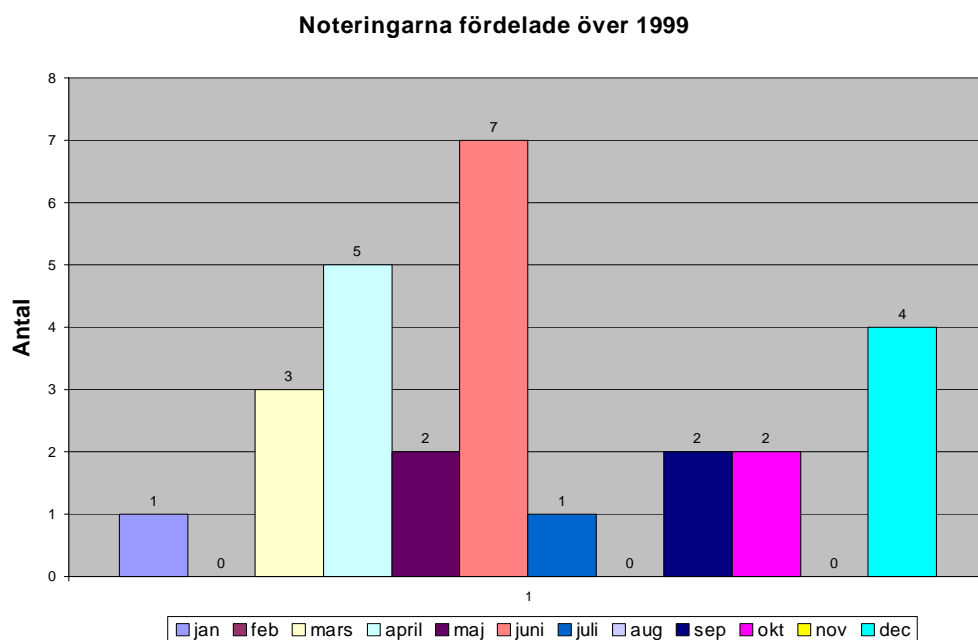
Revisorer bör regelbundet rapportera om händelser under året. Man bör gå mer mot en s.k. "fair value" baserad redovisning för att minska gapet mellan traditionell redovisning och analytikernas företagsvärdering. Corporate finance-verksamheten har uppvisat problem vad det gäller hanteringen av intresse konflikter. Finansinspektionen har vidtagit åtgärder för att motverka dessa. Fondhandlareföreningen har ställt upp riktlinjer för att stärka kulturen inom corporate finance. Rådgivare bör få ett tydligare ansvar och vilka som skall innefattas av begreppet finansiell rådgivare. Ett steg mot detta är den licensiering som är på gång, för finansiella rådgivare. Rådgivning som ges skall kunna utvärderas i efterhand. Där har finansinspektionen i syfte att förbättra konsumenternas situation, lämnat ett förslag om ökade dokumentationskrav.

Finansinspektionens arbete med att utreda otillåten insiderhandel och otillbörlig kurspåverkan kräver stora resurser. För att snabbt kunna ta i tu med incidenter på marknaden måste finansinspektionen utveckla sina redskap. Då krävs stora resurser på bevakningen av Internet, som är det huvudsakliga kommunikationsinstrumentet på finansmarknaden.

4 Surveyundersökningen

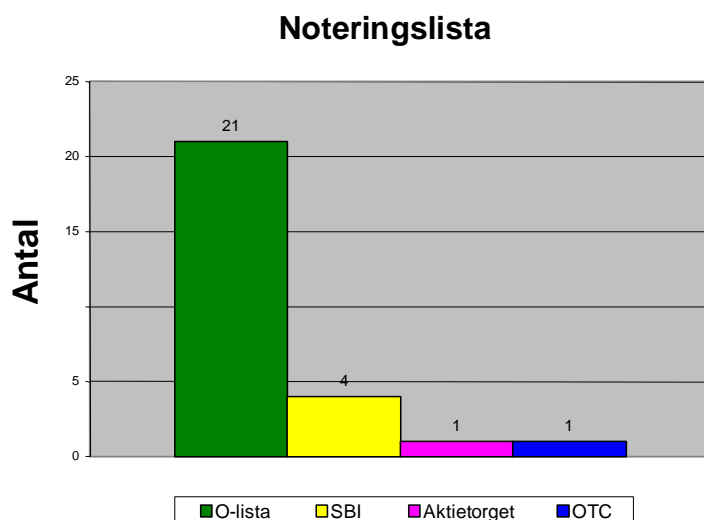
4.1 Fördelningen av noteringarna över året

Nedanstående diagram visar hur noteringarna per månad, är fördelade över året 1999. Första halvåret är överrepresenterat i antal noteringar.

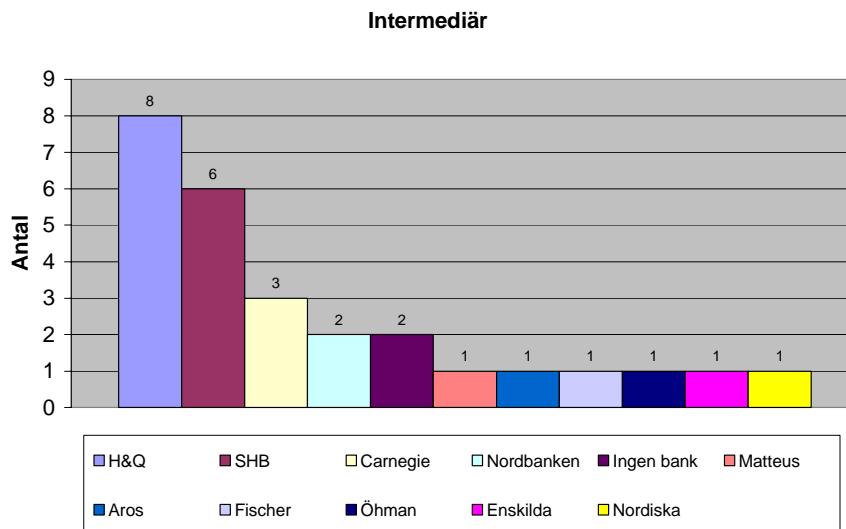


4.2 Fördelningen mellan börslistorna

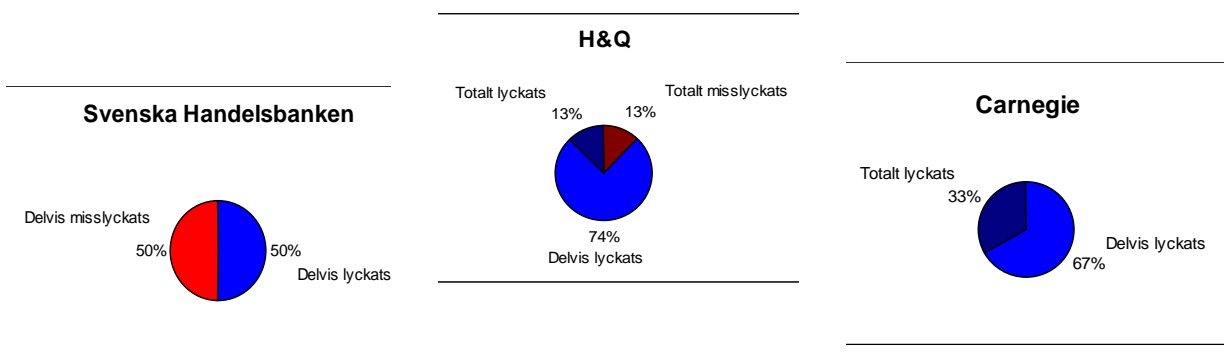
Diagrammet nedan visar vilka listor som företagen har blivit noterade på. O-listan är klart dominerande med 21 noteringar av 27st.



4.3 Företagens notering fördelat på de olika bankerna



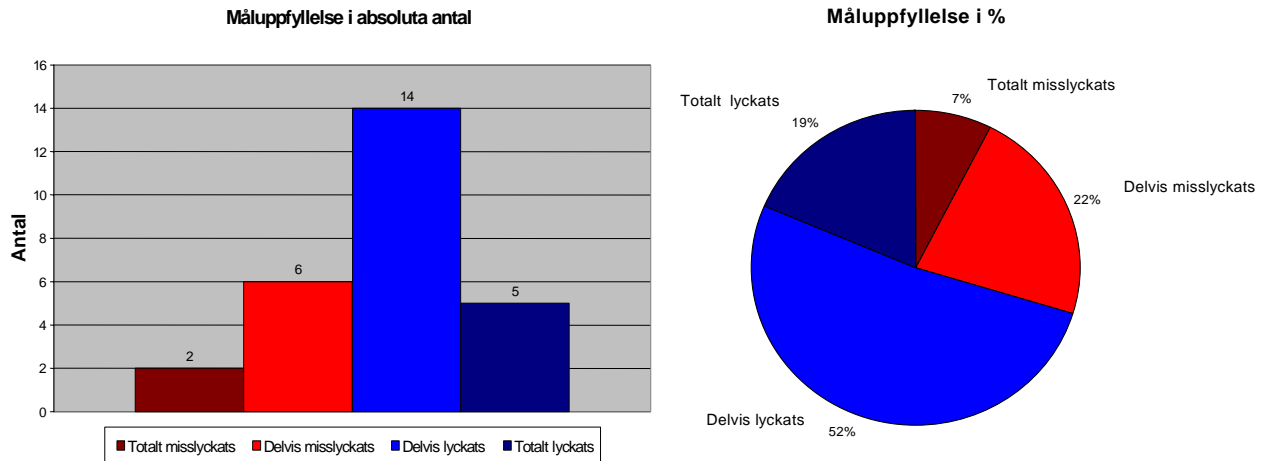
Diagrammet ovan visar vilka banker som har haft hand om IT-företagens respektive notering. Bankerna H&Q och Svenska Handelsbanken är klart överrepresenterade med tillsammans 14 st. noteringar. Värt att notera är att en stor bank som Enskilda endast har varit intermediär vid ett tillfälle.



Ovan cirkel diagram åskådliggör hur väl respektive banks företag har lyckats med målen. Carnegie har lyckats bäst såtillvida att de inte har något företag som delvis misslyckats eller totalt misslyckats. Samtidigt är banken den som noterat minst antal företag av de tre.

4.4 Måluppfyllelse

Hur väl företagen lever upp till målen illustreras nedan.



Diagrammen ovan åskådliggör företagens förmåga att leva upp till uppställda mål. Av de 27 företagen som har studerats har endast 5 stycken eller 19 % lyckats med båda målen. En majoritet av företagen i studien har lyckats med ett mål men misslyckats med det andra.

4.5 Korrelation mellan framgång och faktorer

Nedan åskådliggörs korrelationen mellan måluppfyllelse på den horisontella axeln och parametrarna hos företaget vid noteringen på den vertikala axeln:

Faktorer	Reviderad Måluppf. 1	Reviderad Måluppf. 2	Reviderad Måluppf. 3
Ålder VD (under/över 40 år)	0,50	-0,07	-0,10
Omsättning (under/över 50 mkr)	0,30	0,28	0,17
Anställda (under/över 50 st.)	0,40	0,31	0,18
Företagets ålder (under/över 5 år)	-0,19	0,03	0,15
Ledn. Och styrelsens ägande (under/över 50%)	0,00	-0,04	-0,25
Kassa (under/över 10 mkr)	0,00	0,15	0,03
Utlandsetablering	0,12	0,06	0,17
Om företaget gör vinst (ja/nej)	0,17	0,34	0,20
O-Listan/Ej O-Listan	0,38	0,25	-0,19
Säte (Sthlm/Ej Sthlm)	-0,16	-0,15	-0,03

Måluppfyllelse

1=Totalt misslyckas 2= Delvis misslyckats
3=Delvis lyckats 4=Totalt lyckats

Reviderad måluppfyllelse 1

1=Totalt misslyckats, Delvis misslyckats
2= Delvis lyckats, Totalt lyckats

Reviderad måluppfyllelse 2

1=Ej totalt lyckats 2= Totalt lyckats

Reviderad måluppfyllelse 3

1=Ej totalt misslyckats 2= Totalt misslyckats

Reviderade måluppfyllelsen 1 innefattar företag som har totalt lyckats och delvis lyckats med de uppställda målen. Denna benämns nedan företag som har lyckats.

Reviderad måluppfyllelse 2 innefattar endast företag som har totalt lyckats.

Företag som har totalt misslyckats ligger under **reviderad måluppfyllelse 3**

Korrelationssambanden i kolumnerna reviderad måluppfyllelse 2 och särskilt 3 ska tolkas med försiktighet då få företag (5 st.) totalt lyckats samt mycket få företag (2 st.) totalt misslyckats, varför dessa siffror kan vara missvisande. Detta leder till att främst reviderad måluppfyllelse 1 och i viss mån 2 analyseras.

Korrelationerna tyder på en del samband mellan parametrar i företaget och framgången i måluppfyllelse. De samband som har relevans för de hypoteser som är uppställda i metodavsnittet kommenteras nedan.

- *Ålder på vd* har en korrelation på 0.5 med om företaget har lyckats
- *Omsättning* har en korrelation på 0.3 med de företag som har lyckats och en korrelation på 0.28 med de företag som har totalt lyckats.
- *Antal anställda* har en korrelation på 0,4 med de företag som har lyckats och en korrelation på 0,31 med de företag som har totalt lyckats.
- *Om företaget gör vinst* har en korrelation på 0,34 med de företag som har lyckats och en korrelation på 0,20 med de företag som har totalt lyckats.
- *Företagets ålder* har ett negativt samband med de företag som har lyckats med $-0,19$.
- *Ledningens ägande* har ingen inte något samband med hur väl företaget har lyckats.
- *Kassan i företaget* har inte något samband med de företag som har lyckats och endast ett svagt samband med de företag som har totalt lyckats
- *Den lista som företaget är noterat på* har ett korrelations samband på 0.38 med de företag som har lyckats och en korrelation på 0,25 med de företag som har totalt lyckats
- *Utlandsetablering* har ett svagt positivt korrelationssamband med företagets framgång.
- *Företagets säte*. D v s Stockholmsföretag har ett svagt negativt samband med framgången för företaget.

I analysen kommer dessa samband förklaras närmare samt jämföras med de hypoteser och tidigare studier som framlagts.

5 Analys

Beroende på storleken på den populationen som studiens urval av IT-företag ska spegla kan man avgöra om surveyundersökningens resultat är statistiskt signifikanta. Definieras populationen; noterade IT-företag i Sverige under 1999, är resultaten högst signifikanta då undersökningen är i det närmaste total.

Eftersom målgruppen för denna undersökning är IT-aktieinvestorer och IT-analytiker i Sverige samt att studiens resultat ska kunna användas för framtida investeringsbeslut vid IT-företagsnoteringar, definieras istället populationen som samtliga IT-företagsnoteringar i Sverige. Eftersom denna population blir väldigt stor i förhållande till urvalet samt att urvalet i sig är litet kan inget av nedanstående resultat anses signifikanta, utan ska istället tolkas som intressanta tendenser.

5.1 Företagens framgång

Studien visar att endast 19 % av företagen har infriat målen. Detta får anses mycket dåligt då framtida prognoser borde förmedlas på ett återhållsamt sätt för att inte riskera att göra marknaden besviken. Wings studie kom fram till att 56 %, 48 av 86 företag, infriade eller överträffade vinstprognoserna.

Det som skiljer dessa två studier från varandra är att Wings studie undersökte vinstprognoser samt alla typer av bolag medan denna studie undersöker olika typer av mål men endast företag inom IT-branschen.

Skillnaden i målets definiering uppskattas inte ha betydelse vid jämförelse studierna emellan, i den bemärkelse att denna studies resultat skulle ha kommit närmare Wings slutsatser, då mycket få av de i denna studie studerade företagen redovisat vinst ett år efter noteringen, varför en vinstprognosstudie skulle ha gett än sämre måluppfyllelse.

Andra studier, de i dagens industri, som togs upp i teori avsnittet, kom även dessa fram till att en väldigt liten del av IT-företagen lyckats leva upp till målen i prospekten.

Man kan med anledning av detta misstänka att IT-företag är mindre seriösa i sina framtidsvisioner.

5.2 Bankernas framgång

Studien visar att det finns en skillnad mellan de olika bankernas framgång. Carnegie har lyckats bäst men har samtidigt för få noteringar för att man ska kunna dra någon vettig slutsats.

Relativt tydligt kan man dock se att H&Q lyckats bättre än Handelsbanken. Detta eftersom H&Q har en större del ”totalt lyckats företag” samt ”delvis lyckats företag” än Handelsbanken.

Engfelts studie kom även den fram till att det finns klara skillnader mellan bankernas framgång. Den studien har dock andra variabler som bestämmer företagets framgång, däribland värderingen av noteringsföretagen.

Troligt är att det finns skillnader mellan bankernas framgång i att notera företag som hållit vad de lovat.

5.3 Samband mellan företagets framgång och parametrarna

5.3.1 Ålder på VD

Korrelationen mellan företag som lyckats (delvis lyckats och totalt lyckats) och åldern på VD:n, är 0,5. Detta är det starkaste samband vi kan se i korrelationsstudien. Tar man korrelationen upphöjt till två får man den oberoende variabelns (ålderns) determinans, även kallat förklaringsvärde. I detta fall blir denna 0,25 ($0,5^2$). Detta innebär att 25 % av variationen i framgången för företagen kan förklaras med skillnad i åldern på VD:n i de olika företagen.

Eftersom siffrorna är positiva i detta fall innebär det att det finns ett positivt samband mellan åldern på VD:n och företagets framgång. D v s företag med äldre VD:ar har bättre lyckats prognostisera framtiden / alternativt angivit mer seriösa framtidsutsikter.

Sammantaget kan sägas att det verkar finnas ett samband mellan seriösare prospekt, med rimligare framtidsutsikter, och äldre VD:s.

5.3.2 Omsättning

Omsättningsnivån har en positiv korrelation på 0,3 med de företag som har ”lyckats” (delvis och totalt lyckats) och en korrelation på 0,28 med de företag som har totalt lyckats. Respektive faktors determinans blir 0,09 ($0,3^2$) och 0,0784 ($0,28^2$). D v s 9 % av variationen mellan företagets framgång, avseende de företag som ”lyckats”, kan förklaras av att dessa företag haft en större omsättning. Samma resonemang gäller siffran 7,8 % men där gäller de företag som totalt lyckats.

Dessa samband är inte särskilt starka varför man inte kan dra någon säker slutsats. Man kan dock tillägga att det finns en mängd variabler som påverkar företagets förmåga och seriositet, varför även mindre samband kan vara av stort intresse eftersom dessa tillsammans kan förklara en stor del av företagets framgång.

Resonemanget att företag med större omsättning är bättre på att förutse framtiden / alternativt är seriösare i skrivandet av prospekt, kan inte helt styrkas då sambanden är för svaga.

5.3.3 Antal anställda

Korrelationen mellan antalet anställda och de företag som har lyckats är positiva 0,4. Samma värde för de företag som totalt lyckats blir 0,31. Respektive determinans är 16 % ($0,4^2$) och 9.61% ($0,31^2$). Detta innebär alltså att det, i denna studie, finns ett samband mellan fler anställda och bättre framgång för företaget i sin måluppfyllelse.

Tidigare framlagt antagande om att fler anställda leder till bättre och seriösare prognoser verkar stämma.

5.3.4 Företagets ålder

Företagets ålder har ett negativt samband med de företag som har lyckats med $-0,19$. Detta samband är för svagt för att kunna dra några slutsatser. Vidare är det tvärt emot antagandet att äldre företag bättre skulle prognostisera framtiden samt skriva seriösare prospekt.

5.3.5 Ledningen och styrelsens ägande

Ägandet hos styrelse och ledning har inte något samband med hur väl företaget har lyckats, eftersom korrelationen är 0.

5.3.5 Kassan i företaget

Kassan i företaget har inte något samband med de företag som har lyckats och endast ett svagt samband med de företag som har totalt lyckats.

5.3.6 Utlandsetablering

Utlandsetablering har ett svagt positivt korrelationssamband med företagens framgång men även ett svagt samband med företag som har totalt misslyckats, varför inga vettiga slutsatser kan dras.

5.3.7. Om företaget gör vinst

Företag som har lyckats (delvis och totalt) har en korrelation på 0,34 med större vinst. Determinationen på 0,1156 ($0,34^2$) innebär att 11,56 % av anledningen till att företagen har lyckats beror på att de gör vinst.

Sammantaget kan sägas att det verkar som företag som gör vinst är bättre på att se framtida efterfråga och trender.

5.3.8 Noteringlista

O-listenoterade företag har ett positivt korrelationssamband på 0.38 med de företag som har lyckats (delvis samt totalt) och en korrelation på 0,25 med de företag som har totalt lyckats. Respektive determinans är 14.4 % ($0,38^2$) och 6,25 %, varav endast den förste anses intressant. Denna får anses vara en ganska stark förklarande variabel till om företagen kommer lyckas med sina prognoser. Wings studie klargjorde även den att det fanns ett samband mellan större listor och bättre måluppfyllelse.

Antagandet att O-listan, p.g.a. strängare krav på noteringsföretagen, har mer seriösa företag verkar stämma.

5.3.9 Företagets säte

Korrelationsstudien visar på ett mycket svagt negativt samband mellan Stockholmsföretag och dessa företags framgång. Styrkan i detta samband anses inte tillräckligt för att dra några slutsatser.

Vidare står det i strid med resonemanget att stockholmsföretag är bättre i sin måluppfyllelse. D v s stockholmsföretag har snarare ett svagt negativt samband med måluppfyllelse.

6 Diskussion

Studiens resultat i form av upptäckter av förklarande variabler för företagens framgång kan kritiserars på flera sätt:

6.1 Tidsaspekten

Samtliga företag som ingår i studien är noterade under 1999 varför studien på ett bra sätt beskriver IT-företagen under denna tidsperiod. Det är dock viktigt att ha i åtanke att under 1999 förelåg en kraftig uppvärdering av IT-företag som sedermera resulterade i en "IT-bubbla". Att använda denna studies resultat för framtida bedömning av prospekt kan därför innebära problem. En i teoriavsnittet upptagen undersökning visar även på att prospekten har ändrat karaktär efter IT-kraschen.

6.2 Rimligheten i sambanden

De resonemang som är upptagna under metodavsnittet får anses rimliga samt att flera av dessa gått att bekräfta i tidigare studier. Vidare verkar flera av dessa stämma även i denna studie. De starkaste sambanden mellan, lista, ålder på VD, antal anställda samt vinst, och hur väl företagen har levt upp till målen, anses tillräckligt starka för att benämnas "mycket intressant tendenser".

6.3 Storleken på urvalet

Visserligen omfattar studien i stort sett alla noteringar av IT-företag under 1999 på någon av de officiella listorna. Vidare är den kvalitativ i hänseendet att den inte enbart illustrerar hur stor del av dessa företag som har lyckats med de uppställda målen utan går även vidare och försöker se förklarande variabler. Samtidigt kan man dock klaga på att det statistiska materialet är tunt.

Genomförandet av studien har varit mycket krävande, då ett väldigt stort material har behandlats för att kunna samla in sekundär data och skapa primär data för användande i surveyundersökningen. Detta har framtvingat en begränsning i tidsperiod för notering av företagen, för att överhuvudtaget lyckas få den genomförd inom den stipulerade tidsramen.

6.4 Summering

Trots ovanstående invändningar mot resultatens validitet, anses undersökningen tydligt spegla, de under 1999 noterade, IT-företagens framgång i måluppfyllelsen samt bekräfta en del av de uppställda hypotesernas förklarande av företagens seriositet och möjlighet att prognostisera framtiden.

Vidare anses studien till viss mån även kunna användas för framtida beslutstagande vid investeringar i noteringar av IT-företag.

7 Slutsatser

Nedan tas studiens viktigaste slutsatser upp:

7.1 Prospekt skrivning och legala aspekter

Det finns en hel del rekommendationer gällande skrivande av prospekt. En av dessa är näringslivets börskommittés riktlinjer. Problemet är att dessa skrivelser som sagt endast är riktlinjer och påtvingar inget straff vid överträdelse. Vidare är lagarna som ska reglera vilseledande information på marknaden vid börsintroduktioner från 30-talet och är inte anpassade för dagens näringslivsklimat. Studien visar på att det finns ett stort behov av förändringar gällande legala aspekter för att skapa ett strängare, sundare noteringsklimat.

Flera andra länder har också svårigheter med lagar som inte är tillämpbara på denna typ av problematik, däribland USA, där det dock håller på att skapas prejudikat genom rättsfall. I Sverige har det först nyligen börjat hända saker på den juridiska sidan då Finansinspektionen har kommit ut med en rapport om att det måste ske förändringar.

7.2 Surveyundersökningens resultat

Det har gjorts en hel del studier om företagens måluppfyllelse efter introduktion på marknaden. Det har dock inte gått att hitta någon undersökning som även försöker se förklarande variabler till uppkomna skillnader i måluppfyllelse. Nedan sammanfattas de relevanta resultat som studien skapat:

- Endast 19 % av företagen har levt upp till eller överträffat målen.
- H&Q har noterat flest IT-företag under 1999. Näst störst är Handelsbanken. Studien har vidare visat att H&Q lyckats bättre med att notera IT-företag som hållit vad de lovat än Handelsbanken. Övriga banker har haft för få noteringar för att man ska kunna dra några relevanta slutsatser.

7.3 Oberoende variabler

De parametrar som har starkast samband med seriositet och förmåga till korrekt prognostiserande i denna studie, listas nedan i fallande ordning:

- *VD:s ålder* har visat sig ha det starkaste sambandet med framgång i måluppfyllelse. D.v.s. företag med äldre VD har lyckats bättre med att hålla vad de lovat. Determinansen, förklaringsvariabeln är hela 25 %.
- *Antal anställda* har i studien visat sig påverka företagets korrekthet i framtidsvisionerna. Detta innebär att det finns ett samband mellan fler anställda och bättre framgång för företaget i sin måluppfyllelse. Determinansen är 16 %.
- *Noteringslista*. Den lista som företaget har noterats på har visat sig ha betydelse för hur väl företaget hållit vad det lovat. O-listenoterade företag har lyckats bättre än övriga listors företag. Determinansen är 14,4 %.
- *Om företaget gör vinst* är i undersökningen framtagen som en förklarande variabel till framgångsrika företag. Determination på 11,56 % innebär att så stor del av anledningen till att företaget har lyckats med måluppfyllelsen, beror på att de gör vinst.

Vidare anses att studien har en del brister, som tas upp närmare i ”diskussionen”, men att de resultat som presenteras ändå är intressanta.

8 Källförteckning

8.1 Publicerade källor

af Sandeberg, Catarina (2001) *Prospektansvaret*, Justus förlag

Engfelt, Niklas & Eriksson, Kristian, Homann, Niclas (2000) "The importance of the investment bank's reputation for the performance of IPOs" Ekonomihögskolan Lunds Universitet

Eriksson, Lars Torsten & Wiedersheim-Paul, Finn (1997) *Att utreda forska och rapportera*, Liber ekonomi

Gometz, Ulf & Ramseyer, Monica & Grundvall, Björn (1996) *Vägvisare till börsen*. Ernst & Young.

Kubr, Thomas & Ilar, Daniel & Marchesi Heinz (2000) *Affärsplanering* Mckinsey & Company.

Körner & Wahlgren (1996) *Praktisk statistik*, Studentlitteratur

Lind, Henrik & Samuelsson, Ola (2000) "Förändring av prospekt - ur ett riskbeskrivningsperspektiv" Företagsekonomiska institutionen Stockholms Universitet

Lundahl, Ulf & Skärvad, Per-Hugo (1999) *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer* Studentlitteratur

Näringslivets Börskommitté (1999) *Rekommendation om utformning av prospekt*, Industriförbundet/Stockholms Handelskammare

Winge, Henrik (2000) "Kan man lita på prospekten? – en studie av vinstprognosers tillförlitlighet" Ekonomihögskolan Lunds Universitet

8.2 Elektroniska källor

AktieTorgets hemsida www.aktietorget.se

Aktietrends hemsida <http://www.aktietrend.com>

Benson, Peter (2000a) "Börsen slänger ut Net Capital-bolagen" *Dagens Industri* 2000-09-13 www.di.se

Benson, Peter (2000b) "E-plays hemliga ägare tjänade 70 Mkr" *Dagens Industri* 2000-09-15 www.di.se

Benson, Peter (2000c) "Är börserna ett laglöst land?" *Dagens Industri* 2000-11-29 www.di.se

Daniel, Caroline (2000) "Vampire investors' feed on dotcom culture" *Financial Times* 2000-10-24
<http://globalarchive.ft.com/globalarchive/articles.html?id=001024001498&query=Kroll+Associates>

Finansinspektionen (2001:3) *Aktiemarknad för alla – nya krav i ny miljö* www.fi.se

Johansson, Frida. Medskribenter Åkerberg Nina & Öberg Johan (2000) "Småbolagen höll inte vad de lovade" *Dagens Industri* 2000-09-16 www.di.se

Ledaren (2000) "SBI-listans luddiga löften" *Dagens Industri* 2000-09-16 www.di.se

NetTrades hemsida <http://comproxy.nettradeswedbank.se>

Nordic Growth Markets hemsida www.ngm.se

Stockholmsbörsens hemsida www.stockholmsborsen.se

Sveriges aktiesparares riksförbunds hemsida: www.aktiespararna.se

Thornton, Emily & Timmons, Heather (2001) "Suing the street over the bum advice" *Business week* 2001-03-05 www.businessweek.com

Umeå Universitet, Statistiska institutionen hemsida www.umu.se

Wilke, Björn (2001a) "Hjälp på väg till lurade köpare" *Dagens Industri* 2001-02-24 www.di.se

Wilke, Björn (2001b) "Rådgivare slipper ansvar för dåliga prospekt" *Dagens Industri* 2001-02-28 www.di.se

8.3 Prospekt och rapporter

Adera, halvårsrapport, sidan 5, 8
Adera, noteringsprospekt 1999-05
Adera, årsredovisning 1998/1999, sidan 7

Arete, noteringsprospekt 1999-05
Arete, årsredovisning 1999/2000, sidan 4

Bossmedia, halvårsrapport 2000, sidan 1

Bossmedia, helårsrapport, sidan 1
Bossmedia, noteringsprospekt 1999-05

Connecta AB, noteringsprospekt 1999-08
Connecta AB, Q1-Q3 rapport, sidan 2

Cybercom, noteringsprospekt 1999-11. Årsredovisning

Digital Vision, halvårsrapport 2000
Digital Vision, noteringsprospekt 1999-03

Drax, noteringsprospekt 1999-09

Enlight Interactive, halvårsrapport juli-december 1999
Enlight Interactive, helårsrapport 1999/2000, sidan 6
Enlight Interactive, noteringsprospekt 1999-09

Framtidsfabriken, noteringsprospekt 1999-05

Gratistel, noteringsprospekt 1999-04
Gratistel, pressrelease 2000-02-23, 2000-04-13

HIQ, halvårsrapport januari – juni 2000
HIQ, noteringsprospekt 1999-03

Jeeves Information Systems, helårsrapport 1999/2000
Jeeves Information Systems, noteringsprospekt 1999-03

Know IT, noteringsprospekt 1999-03

Linné, noteringsprospekt 1999-03
Linné, Q3 rapport 2000, sidan 5

M2S, bokslutskommuniké 2000, sidan 1
M2S, noteringsprospekt 1999-11

Micro Systemation, noteringsprospekt 1999-11
Micro Systemation, årsredovisning, sidan 20

Multiq (1999-11)

Nocom AB, noteringsprospekt 1998-12
Nocom AB, pressrelease Q1 2000

Novotek, halvårsrapport 2000
Novotek, noteringsprospekt 1999-05

ProAct, noteringsprospekt 1999-05
ProAct, Q1-Q3 2000

Readsoft, halvårsrapport, sidan 1
Readsoft, noteringsprospekt 1999-05

RKS, bokslutskommuniké 1999
RKS, noteringsprospekt 1999-03
RKS, pressmeddelande

Sectra, noteringsprospekt 1999-01
Sectra, årsrapport 1999/2000, sidan 1

Skribofont, bokslutskommuniké 2000, sidan 1
Skribofont, noteringsprospekt 1999-08
Skribofont, årsredovisning 1999, sidan 4

SPCS-gruppen, noteringsprospekt 1999-05
SPCS-gruppen, pressrelease i halvårsrapport 2000

Switchcore, noteringsprospekt 1999-03
Switchcore, pressrelease i delårsrapport Q1, 2000

Teligent, halvårsrapport 2000, sidan 1
Teligent, noteringsprospekt 1999-03