

Högtflygande planer

En intervjuundersökning avseende skälen till marknadsnotering av små och medelstora företag samt dess effekter

Lars Vigerland
Erik Borg
Peter Towman

PESO Working Papers 2017:2



Tack!

Ett stort tack vill författarna till studien rikta till i första hand AktieTorget (sic) som ställt sig positiva till vår studie och som bidragit med de ursprungliga uppgifterna för att möjliggöra kontakt med våra utvalda företag. I synnerhet vill vi tacka Micha Velasco, som med stort intresse och tålamod läst våra olika manusutkast och träffat oss för att med kritisk blick och med stor erfarenhet ge oss en praktikers värdefulla synpunkter. Tack Micha! I övrigt vill vi tacka alla de respondenter som välvilligt avsatt tid för att intervjuas och efter bästa förmåga svarat på våra ibland svårbesvarade frågor. Tack!

Stockholm i maj 2017

Sammanfattning

Studien har utgått från marknadsnotering av små och medelstora företag (SMF), vilka inte beforskats i Sverige sedan tidigare. Eftersom området är utforskat föll valet på en intervjustudie innebärande djuplodande empiri med stor nyansrikedom för att erhålla nödvändig kunskap om marknads och företagens förutsättningar. Vidare föll urvalsramen på AktieTorget (sic), som är en marknadsplats för transaktioner av finansiella instrument, i huvudsak aktier, specifikt inriktat på just SMF, varför valet av AktieTorget var strategiskt. Tio semistrukturerade intervjuer med en blandning av olika typer av branscher och företagsstorlekar valdes ut från de 160 företag som är noterade på AktieTorgets lista. Dessa tio företag utgör således studiens nettourval. Intervjuerna genomfördes under perioden november 2016 till januari 2017. De teoretiska utgångspunkterna är i huvudsak nätverksteorier, Schumpeters teori om innovatör och entreprenör, agentteorin om principal och agent, informations- asymmetri samt effektiva marknadshypotesen (EMH). Studiens i huvudsak viktigaste resultat för företagen att marknadsnoteras är, förutom det vanligaste i.) att erhålla externt kapital, ii.) att marknadsföra sig både internt mot aktieägare och anställda och mot externa aktörer som potentiella nya kunder, anställda och samhällsinstitutioner genom den ökade legitimitet en marknadsnotering innebär samt iii.) att erhålla ett uppdaterat marknadspris på företagets värde underlättande eller t.o.m. möjliggörande exit för företagets initiala ägare och att möjliggöra expansion genom att köpa upp andra verksamheter med egna marknadsnoterade aktier. I studien diskuteras att en marknadsnotering leder till en effektivare prissättning på företagets verksamhet innebärande en mer korrekt värdering av företaget, vilket har positiva effekter på samhällsnyttan. Några nackdelar som lyfts fram med marknadsnotering är i.) den ökade transparens marknadsnotering kräver innebärande ökade formella krav på verksamheten samt ii.) den ökade publicitet marknadsnotering innebär och som kan vara negativt vid tillfällen då företagen måste delge marknaden dålig information. En kvantitativ studie planeras som uppföljning till denna.

Innehåll

1. Inledning	6
1.1 Ämnesorientering	6
Småföretag och medelstora företag	7
Marknadsintroduktion	7
1.2 Tidigare forskning och teori	8
Generellt	8
1.3 Frågeställning	15
1.4 Syfte	15
2. Tillvägagångssätt	16
2.1 Tidsperspektiv	17
2.2 Population och urval	17
2.3 Informationsinsamling	19
2.4 Validitet och reliabilitet	20
2.5 Metodkritik	22
Avnotering	22
Minnesbilden	23
3. Vad företagarna säger!	24
3.1 Motiv till noteringarna	24
3.2 Under noteringarna	26
3.3 Effekter av noteringarna	27
4. Analys och resultat	30
4.1 Kapitalackumulation	30
4.2 Aktörsförhållanden	31
4.3 Nätverk	33
4.4 Marknadseffektivitet, transparens och exit	35
4.5 Samhällsnytta	36
Generella faktorer	37
Specifika faktorer	37
4.6 Resultat	38
Fördelar	39
Nackdelar	39
5. Slutsatser och slutdiskussion	42

6. Epilog	45
Venture Capital kontra riskkapitalformen Notering av för SMF	45
Samhällsnytta av riskkapitalformen Notering av SMF	47
Noterade SME-företag kontra större noterade företag	47
Riskkapitalformen Notering av SME-företag – svenska kontra internationella förhållanden	47
Förslag till uppföljande studier	47
Referenser	49
Bilagor	51
Samtalsmall	51
Översikt över studiens företag	54

1. Inledning

1.1 Ämnesorientering

Det finns olika former av riskkapital för ett företag. Riskkapital innebär att det genomförs en ägarspridning och att de nya ägarna tillskjuter ägarkapital utan säkerheter. Det kan även kombineras med lån utan säkerheter eller med säkerheter vars värde är ytterst osäkert, exempelvis företagsinteckningar som är efterställda andra långivares, exempelvis banken.

De vanligaste formerna för riskkapital är från riskkapitalföretag, affärsänglar, genom ägarspridning till privatpersoner, institutioner och andra, med eller utan marknadsnotering vid tidpunkten för ägarspridning. Vilken form av riskkapital som är lämplig i det enskilda fallet beror på företagets storlek och situation i form av ledning, verksamhet, utvecklasfas, ägarbild etc.

En riskkapitalform som har expanderat under senare år för mindre och medelstora företag är finansiering genom marknadsnotering.¹ Det finns drygt 200 noterade företag inom denna kategori. Den största och äldsta auktoriserade marknadsplatsen i Sverige för denna grupp av företag är AktieTorget (sic), som startade 1998. Exempelvis finns vid AktieTorget i dagsläget 160 företag noterade, med ett samlat värde på ca 32 miljarder kronor (maj 2017).

I denna studie fokuseras på marknadsnotering av mindre medelstora företag, varför marknadsnoteringarna genomförts och vilken betydelse dessa har haft för företagsutvecklingen. Studien har en begränsad omfattning, avsikten är att författarna kommer att genomföra uppföljande och fördjupande studier av marknadsnoteringens betydelse för mindre och medelstora företag.

¹ Med notering avses att en ägarspridning genomförs i samband med notering, varvid företaget dels tillförs finansiering i form av riskkapital, dels noteras företaget varvid företagets aktier kan köpas och säljas på en marknadsplats, som står under det offentligas tillsyn. I föreliggande rapport används ”notering” som en sammanfattande beskrivning på vad som avses med en publik notering på en marknadsplats.

Småföretag och medelstora företag

I denna studie är definitionen av små- och medelstora företag i enlighet med EU:s rekommendation. Från och med 1 januari 2005 gäller en rekommendation från EU om definition av mikroföretag samt små och medelstora företag (SMF) enligt följande:

Kategorin mikroföretag samt små och medelstora företag, SMF-kategorin, utgörs av fristående företag, och företag som tillsammans med partnerföretag eller anknutna företag, som

- sysselsätter färre än 250 personer och
 - vars årsomsättning inte överstiger 50 miljoner euro eller
 - vars balansomslutning inte överstiger 43 miljoner euro per år.²
- Tillväxtverket, maj 2017

Med små- och medelstora företag i denna studie avses företagsstorlekar vid noteringstillfället. Några av de i denna studie ingående företagen är idag stora företag med en balansomslutning på över 43 miljoner euro per år och något företag har idag en omsättning överstigande två miljarder svenska kronor.

Marknadsintroduktion

Genom marknadsintroduktion kommer företag in i en ny roll och i ett nytt sammanhang. Marknadsnoteringar exponerar företag och ger ett nytt mått på hur företaget skapar värde, nämligen marknadsvärdet. En viktig källa till nätverksrelationer är gemensamt ägande. Genom att attrahera nya ägare kan företaget skaffa sig viktiga relationer på olika marknader. Man pratar ibland om ägarsfärer kopplade till nyckelföretag, varav vissa är kopplade till centrala ägarfamiljer. Ömsesidigt beroende genom gemensamt ägande av företag skapar bindningar och ger möjligheter att utbyta kunskap och erfarenheter över företagsgränserna. Företagssfärer är därför exempel på nätverk som bör studeras och beskrivas. En lämplig företagsstrategi som kan öka värdeskapande i företag är att vara väl medveten om vilka ägarkonstellationer man vill främja och hur företagets aktieägande kan fördelas.

Det kan vara flera strategiska skäl till att ett företag vill marknadsnotera sina aktier. Ett viktigt skäl är möjligheten att få tillgång till nytt kapital. Nya

² SMF är den vedertagna svenska benämningen, på engelska SME, small and medium sized enterprises.

investorer kan attraheras av att företagets aktier handlas på en marknadsplats, något som ger bättre översikt över aktievärdet och förbättrade möjligheter att handla med företagets aktier. Notering kan även öka aktiernas marknadsexponering och säkerställa en spridning av ägandet av företagets aktier. Företaget synliggörs genom noteringen och detta kan förbättra kändheten om företaget för potentiella kunder och samarbetspartner. Det styrker dessutom företagets varumärke att vara noterad.

Det är ett väsentligt steg uppåt i en företagshierarki för ett aktiebolag att lista sina aktier. Målsättningar att uppnå långsiktig tillväxt kan vara ett skäl att lista företaget och möjligheten att få banklån för att finansiera tillväxt ökar dessutom när man kan lämna listade aktier som säkerhet. Marknadsnotering kan även förbättra affärsrelationer och bidra till att utveckla viktiga nätverk. Andra skäl till listning kan vara att reducera aktiens volatilitet och öka bevakningen av aktien. Om man vill gå till uppköp av andra företag eller fusionera kan en marknadsnotering vara instrumentell.

Företag kan se strategiskt på en introduktion av företagets aktier och söka uppnå så många fördelar av detta som möjligt. Ur ett nätverksperspektiv blir relationerna till omgivningen man bygger viktiga för att realisera marknadsnoteringens fördelar. Relationer till finansiärer, ägare, partners, anställda och leverantörer blir alla påverkade av var aktien handlas och hur den bevakas. Ett strategiskt tänkande kring företagets aktiekapital kan ta hänsyn till hur företaget framstår i omgivningens ögon. Möjligheten att förbättra existerande nätverk och bygga nya kan vara en viktig drivkraft för att lista ett företag.

1.2 Tidigare forskning och teori

Generellt

Henrekson och Johansson (2010) genomförde en metaanalys av tidigare internationell forskning för att undersöka om det verkligen är så att en stor del av sysselsättningstillväxten skapas av ett fåtal snabbväxande företag och finner att så är fallet. De snabbväxande företagen tenderar att vara både yngre och mindre, men det är framför allt låg ålder som är kännetecknande för dessa snabbväxare. Snabbväxare tycks förekomma i alla branscher, men är överrepresenterade inom tjänstesektorn.

Med utgångspunkt i svensk data, från 1997–2005, visar Daunfeldt m.fl. (2010) att snabbväxande företag står för ett oproportionerligt stort bidrag till ekonomisk tillväxt och sysselsättningstillväxt. Analysen visar även att

företag som kategoriseras som snabbväxande är beroende av definitionen av vad som är ett snabbväxande företag. Snabbväxande företag tenderar generellt att vara yngre än andra företag.

Teruel och de Wit (2011) undersöker vilka faktorer som kan tänkas förklara förekomsten av snabbväxande företag. De använder data för 17 OECD-länder under perioden 1999–2005. Huvudfaktorerna som förklarar nivån på det snabbväxande företagandet är kvalitén på entreprenörskapet, institutionella faktorer samt tillväxtmöjligheter.

Schumpeter (1934) kallade en ny kombination för uppfinning (invention) och att introducera uppfinningen i ekonomin och ta den i kommersiellt bruk för innovation (innovation). Individens som kom på en ny kombination kallade han uppfinnare (inventor) och individen som kommersialiserade uppfinningen för entreprenör (entrepreneur). Uppfinnare och entreprenör definierades således utifrån den funktion de fyller i det ekonomiska systemet, det vill säga vilken roll de spelar för att skapa växande företag och ekonomisk utveckling.

Enligt Schumpeter innehar entreprenören en nyckelroll i ekonomin, men entreprenörskap är inte liktydigt med företagande i vid bemärkelse, vilket ofta inte uppmärksammas och får till följd att olika slags företagare sammanblandas på ett missledande sätt. Enligt Schumpeters (1934) definition är de flesta företagare, till exempel majoriteten av nyföretagare och egenföretagare inte entreprenörer, då de saknar ambition att vara nyskapande eller tillväxtorienterade (Sanandaji 2011).

Teori avseende notering som faktor för SMF-företags utveckling

Någon specifik svensk forskning som berör den vetenskapliga frågeställningen utifrån svenska förhållanden synes inte finnas. Litteratursökning har genomförts i databaser. Uppenbarligen synes forskningen i Sverige kring notering av SMF-företag, dels ur finansiellt perspektiv, dels ur ett företagsutvecklingsperspektiv, uppenbart ha hamnat under ”forskningsradarn”.

En möjlig förklaring till att så är fallet kan vara att antalet noterade SMF-företag i Sverige är ett fåtal av det totala företagsbeståndet. Därvidlag skulle forskningen inte uppmärksammat notering av SMF-företag utifrån föreliggande forskningsplans vetenskapliga problem. En annan möjlig förklaring, som har bäring på föregående förklaring, är en föreställning att marknadsnotering i första hand är aktuellt för större företag. Föreställningen kan ha sin grund i att Stockholmsbörsen grundades redan 1863, vilket möjligtvis kan ha påverkat tankemönstret under lång tid i forskarvärlden att marknadsnotering av företag gäller för större företag.

Ett exempel på att notering av SMF-företag hamnat under ”forskningsradarn” är rapporten ”Riskkapitalförsörjning i små och medelstora företag”, utgiven av Svenskt Näringsliv och författad av tre forskare. Varken i rapportens teoretiska referensram eller i hänvisningen till tidigare studier berörs marknadsnotering som en finansieringsmöjlighet, inte heller i rapporten i övrigt.³

Ett annat exempel är här hämtat från offentliga utredningsväsendet i Sverige; ESO-rapporten ”Kapital på krita?” Rapporten berör företagets finansiering och publicerades 2014. I rapporten framkommer att ett problem för tillväxtföretag är finansieringen i banksystemet.⁴ Bankerna har dragit ned på utlåningen till företag generellt.⁵ I rapporten sägs också att detta påverkar tillväxtföretag negativt i sin expansion. För innovativa företag slår detta ännu hårdare, då dessa företag enligt rapporten dels har en hög risk i sin verksamhet, dels att tillgångarna tenderar att till stor del vara av immateriell karaktär.⁶ Vidare framkommer i rapporten att finansieringssvårigheterna är ett betydande problem för företagets investeringar och expansion.⁷ I rapporten nämns emellertid inte marknadsnotering som en möjlig finansieringskälla för mindre och medelstora tillväxtföretag.

Finansiella nätverk

Den framväxande globaliseringen skapar ett ökat ömsesidigt internationellt beroende bland företag och finansiella aktörer. Behovet att förstå de nätverk som omger företags ekonomiska och finansiella transaktioner har blivit allt viktigare. Företag som handlar i eller äger varandras aktier är ett exempel på nätverk som påverkar organisationers beteende och skapar ömsesidigt beroende eller det som ofta kallas finansiell interdependens (Elliott et al. 2014). Att börsnotera ett företag kan öppna möjligheten att bygga nya förbindelser, attrahera kapital och skapa varaktiga kundrelationer. Finansiella mellanhänder spelar en central roll i uppbyggande av nätverk mellan företag. Dessa nätverk kan vara båda formella och informella. Formella relationer utgörs exempelvis av långgivare, aktieägare och investerare. Det förekommer dock ett viktigt samspel mellan formella och informella nätverk. För särskilt mindre företag kan informella kontakter som exempelvis rela-

³ Riskkapitalförsörjning i små och medelstora föret - utbud eller efterfrågan? Svenskt Näringsliv, 2013. Författare är Dan Johansson HUI Research och Högskolan Dalarna, Johanna Palmberg, Entreprenörskapsforum och Kungliga Tekniska Högskolan, Anders Bornhäll, HUI Research, Högskolan Dalarna och Örebro universitet.

⁴ ESO, Expertgruppen för offentlig ekonomi, Finansdepartementet.

⁵ Kapital på krita? En ESO-rapport om företagandets finansiering, s. 8, ESO 2014:4.

⁶ Se a.a., s. 129.

⁷ Se a.a., s. 7.

tioner till kunder, leverantörer, revisorer, finansiella rådgivare, jurister, leverantörer, försäkringsbolag vara helt avgörande för företagets tillgång till kapital, och i förlängningen företagets ekonomiska utveckling och lönsamhet (Garmaise & Moskowitz 2003). Att analysera nätverk är nyckeln till att förstå sociala och ekonomiska förhållanden så som komplexa finansiella relationer och andra utbytesrelationer. Aktieandel, resursallokering och förmedling av finansiella tjänster kan förklaras utifrån ett nätverksperspektiv (Gale & Kariv 2007).

I en tidigare studie av finansiella nätverk har vi sett på formella nätverk bland investmentbanker som handlar på Nasdaq OMX Nordic. Vi skiljer mellan för det första intra-organisatoriska nätverk inom det egna företaget, för det andra inter-organisatoriska nätverk mellan företag inom samma bransch och extra-organisatoriska nätverk mellan företag i andra branscher (Borg, Vigerland & Winroth 2016). Medan formella band kan innebära att företagsledare sitter i varandras styrelser eller gemensamt äger företag, innebär informella band exempelvis kundrelationer och genomförande gemensamma ekonomiska transaktioner. I ett nätverksperspektiv blir samspelet mellan formella och informella relationer viktigt. En typ av ekonomisk eller social relation kan leda till en annan. Företag bygger nätverk genom att gradvis fördjupa relationerna mellan företag och mellan individuella aktörer.

Nätverk i utveckling

Företags relationer har sedan 1970-talet beskrivits som nätverk. Den s.k. Uppsalaskolan har utvecklat teori och genomfört empiriska studier inte minst inom industriell marknadsföring. På 1980-talet kom boken företag i nätverk som samlade de tidigaste forskarna inom nätverksteori. Sedan dess har även internationella forskare anslutit sig. Nätverk har fått stor uppmärksamhet både från akademien och bland företagsledare. Strategiutvecklare har fokuserat på joint-venture, strategiska allianser och strategiska nätverk. Relationsmarknadsföring har förts fram som sätt att hantera nätverk och nya former för leverantörsrelationer har uppmärksammas (Håkansson & Ford 2002). Forskningen om nätverk har framförallt fokuserat på tekniska, organisatoriska och ekonomiska bindningar mellan företag. Dessa bindningar har studerats inom tre kategorier: (i) kund-leverantörs relationer, (ii) företags organisering och strategier, (iii) ömsesidigt beroende inom marknadsrelationer. Det är framförallt dyadiska relationer, men även mer komplexa relationer mellan företag som har studerats (Matsson och Johansson 2004).

Den viktiga rollen nätverk spelar för företag har uppmärksammats internationellt. I det uppmärksammade arbetet: "Changes in the Theory of Inter-organisational Relationships in Marketing: Towards a Network Paradigm", beskriver Achrol (1997) en fundamental utveckling från studier av dyadiska relationer till ett nätverksperspektiv som lägger vikten på värdeskapande. Senare beskriver Achrol och Kotler (1999) denna utveckling mot ett ökande kollaborativt samarbete mellan olika organisationer i en annan artikel i *Journal of Marketing*. Nätverksteorier blir allt eftersom mer mångsidiga. För att ge en översikt över nätverksteorier beskriver Grandori och Giuseppe (1995) om 20 olika alternativa syn på interorganisatoriska nätverk. Det råder på gott och ont en stor mångfald i beskrivningen av företags och andra organisationers nätverk (Möller & Rajala, 2007).

En central faktor i byggandet av nätverk är de sociala relationer som byggs mellan individer som har kontakt med varandra mellan olika organisationer. Det byggs upp ett ömsesidigt beroende och utväxlas information och kunskap. Senare forskning har uppmärksammat företags förmåga att skapa värde. Företaget är mer än summan av alla medarbetare, men inkluderar även de värden som skapas i samarbeten med externa relationer. Företag är inte en isolerad ö, men företag skapar nya organisatoriska gränser, utvecklar en bättre effektivitet och utvecklar strategier i relationen till sin omgivning (Håkansson & Snehota 2006). Företagsledning och inte minst marknadsföring handlar om att hantera externa relationer och förena dessa med den interna verksamheten. Om företag fokuserar på kärnverksamheten blir fenomen som outsourcing och downsizing än viktigare. Därmed måste företag hantera sina externa relationer bättre och utveckla strategier för komplexa organisatoriska lösningar (Wilkinson & Young 2002).

Den effektiva marknadshypotesen

Den effektiva marknadshypotesen (Fama 1970) utgår från att tillgångar värdesätts av en kollektiv analys av samtliga aktörer och att prissättningen därmed är korrekt, givet den information som finns tillgänglig. Den effektiva marknadshypotesen (EMH) förutsätter att ingen aktör har mer information än någon annan. EMH har länge blivit kritiserad både i realiteten, exempelvis vid IT-bubblan under det sena 1990-talet och vid finanskriserna under det sena 2000-talet, men även i teorin (se exempelvis Shiller 2003, Lo & MacKinlay 1999, Campbell & Shiller 1988a, b). Emellertid finns även sentida försvarare för EMH (Malkiel 2005). Som principiell modell är den trots en del kritik användbar som just modell, i synnerhet i denna studies sammanhang när stora och omvälvande förändringar sker på marknaden

eller i ett företags sammanhang, vid en situation från onoterat till noterat, d.v.s. att gå från en situation med knapphändig offentlig information till i viss utsträckning kvalitetssäkrad offentlig information.

Den effektiva marknadshypotesen delar in marknader i tre olika delar: i.) svagt effektiv, det går inte att generera riskjusterad avkastning med historisk data exempelvis med teknisk analys, ii.) medelstark, det går inte att generera riskjusterad avkastning med offentlig data såsom årsredovisningar exempelvis fundamental analys, och iii.) stark, det går inte att generera riskjusterad avkastning med någon typ av information, exempelvis insiderinformation.

Informationsasymmetri

Tidigare forskning om marknadsnoteringar, eller *Initial Public Offerings* (IPO), som de benämns i den internationella litteraturen, har konstaterat att det generellt sett sker en viss underprissättning vid marknadsnoteringar (Ibbotson 1975). Underprissättning sker i alla länder med en fungerande marknadsplats, men nivån på underprissättningen varierar (Ritter 1984). Underprissättningen synes irrationell, men är i själva verket en konsekvens av att en mindre grupp investerare har bättre information än en större grupp investerare och för att intressera båda dessa grupper krävs en viss underprissättning. Investerare med informationsövertag är endast intresserade om marknadsnoteringen sker till ett lägre pris (Rock 1986). Vidare menar Ritter (1984) genom agentteorin att det föreligger ett positivt samband mellan företagsledningens aktieäggande och värdet på företaget, varför marknaden i stort tolkar detta som positivt för företaget och som konsekvens av detta positivt för företagsvärdet.

Det finns olika aktörer enligt agentteorin. Dels finns principaler, vilka är uppdragsgivarna som i denna studie motsvaras av aktieägarna i egenskap av uppdragsgivare åt agenterna. I formell mening är principalerna överordnade agenterna, vilka är de som agerar på uppdrag av principalerna. Agenterna motsvaras i denna studie av utgången i företagen. Principalerna och agenterna har olika tillgång till företagets information. Dels finns informerade aktörer, agenterna, och det finns mindre informerade investerare, principalerna. I extrema fall skulle man t.o.m. kunna tala om vissa förhållanden då exklusiv information innehåses av endast ett fåtal som ett informationsmonopol.

Kunskapslucka

En kunskapslucka synes här uppenbart finnas i den svenska forskning som hittills bedrivits, nämligen noteringens påverkan på ett SMF-företags utveckling, finansiellt och operativt. Studien avser att vara ett bidrag till att fylla denna kunskapslucka.

Det finns snarliggande forskningsområden som berör samma forskningsobjekt som i denna forskningsplans forskningsfråga, dvs. tillväxtinriktade SMF-företag. En litteratursökning ger vid handen främst följande tre forskningsområden, vilka berör:

- Snabbväxande företag.
- Kapitalförsörjningens betydelse för företagen tillväxt.
- Riskkapital.

Följande bild framkommer översiktligt över respektive forskningsområde:

- Snabbväxande företag
Forskningen kring snabbväxande företag är relativt ny, och litteraturen är därför inte särskilt omfattande.⁸
Inom forskningslitteraturen är mycket litet nämnt om snabbväxande företag och deras uppkomst. Hart (2000) har sammanställt olika teoretiska ansatser som används för att studera företagstillväxt. Forskningen härstammar främst från den neoklassiska tillväxtforskningen. Frågor som analyserats handlar bl.a. om företagets produktionsoptimering (skal fördelar) och beteende under imperfekt konkurrens. Dessutom görs kopplingar till företagens agerande under olika faser av livscykeln.⁹
- Kapitalförsörjningens betydelse för företagens tillväxt:
...undersökningar på svenska data som studerar om kapitalförsörjningen är ett tillväxthinder begränsas litteraturen drastiskt. Vi har identifierat mindre än en handfull studier. En från Tillväxtverket (2011) en av Jakobsson och Herin (2012), en av Olofsson (1994) och tre som replikerar/bygger på Olofsson, där Olofsson är medförfattare: Berggren med flera (2001), Lindström och Olofsson (1998), Olofsson och Berggren (1998).¹⁰

⁸ Snabbväxande företag i Sverige, Svenskt Näringsliv, 2012.

⁹ SCB, rapporten "Identifiering av snabbväxande företag och gaseller".

¹⁰ Riskkapitalförsörjning i små och medelstora företag – utbud eller efterfrågan? Svenskt Näringsliv, 2013.

Risckapital

Det finns i Sverige forskning kring riskkapitalets betydelse som finansieringsform (förutom marknadsnotering) och påverkansfaktor avseende tillväxten i SMF-företag. Att så är fallet kan ha sin grund i att riskkapitalet är av icke ringa omfattning i Sverige. Exempelvis har Sverige ett flertal riskkapitalföretag, vilket framgår av riskkapitalbolagens branschorganisation Svenska Riskkapitalföreningen och dess medlemsmatrikel.¹¹ Vidare har expansiva företag som finansierats med riskkapital från riskkapitalföretag uppmärksammats i media. Ett exempel är Spotify, som kan ha påverkat att fokus i den svenska forskningen kring riskkapital i hög grad riktats emot riskkapitalföretag.

Därutöver, riskkapital från aktörer som riskkapitalföretag och affärsänglar gentemot gruppen av mindre och medelstora företag i Sverige har rötter i tiden som kan sökas långt tillbaka. Marknadsnotering av SMF-företag är däremot en i sammanhanget yngre finansieringsform. Den första marknadsplatsen för SMF-företag var, som inledningsvis berörts, AktieTorget, som grundades 1998. Detta förhållande, i kombination med att det är relativt sett ett fåtal SMF-företag som är marknadsnoterade, kan alltså ha medfört att finansieringsformen marknadsnotering för SMF-företag inte uppmärksammats inom forskningen i Sverige.

1.3 Frågeställning

Den övergripande frågeställningen är vilka skäl som föreligger för mindre och medelstora tillväxtföretag, s.k. SMF-företag, att genomföra en marknadsnotering samt vilka finansiella, verksamhetsmässiga samt andra eventuella effekter marknadsnoteringen fört med sig?

Frågeställningen berör marknadsnotering i Sverige med tillväxtinriktade eller snabbväxande företag, vilket kommer utvecklas i avsnitt 7 "Metod".

1.4 Syfte

Syftet med föreliggande forskningsstudie är:

1. Att identifiera vilka skäl SMF-företag har för att genomföra en marknadsnotering.
2. Att identifiera finansiella, verksamhetsmässiga samt andra eventuella effekter på SMF-företag som marknadsnoteringen fört med sig.

¹¹ www.svca.se

2. Tillvägagångssätt

Utifrån studiens syften, vilka är att få mångfacetterad kunskap om SMF-företags dels beslut att genomföra noteringar, dels orsakssamband mellan noteringar och utvecklingen som följer därav, har den samlade bedömningen varit att i denna inledande studie genomföra datainsamling genom personintervjuer med ett mindre urval i urvalspopulationen. Intervjuer betraktas som kvalitativ data och kan ge nyanserad information, till skillnad från mer aggregerad data, vilken är mer användbar för att generalisera specifika orsakssamband. Emellertid måste därmed åtminstone i traditionellt statistiska sammanhang vissa specifika faktorer a priori identifieras och en hypotes om orsakssamband formuleras för att testa dessa förmodade samband. (Ryen, 2004, sid 23 ff.; Silverman, 2000, sid. 11) Eftersom det i den föreliggande studien inte finns några entydigt specificerade faktorer och syftet därtill är öppet för faktorer vilka ännu inte identifierats, råder föga tvivel om att endast kvalitativ data genom induktion är möjlig för detta projekt. Någon ”ren” induktion är det emellertid inte tal om då ett teoretiskt perspektiv föreligger. (Silverman, 2000, sid. 62–63) Denna typ av data har självfallet speciella egenheter samt både för- och nackdelar vilka kommer diskuteras nedan.

Emellertid finns redan nu planer på att utifrån de faktorer som kommer kunna identifieras i denna studie, formulera tydliga hypoteser för att i en efterföljande studie pröva dessa faktorer eventuella inbördes orsakssamband. Därmed skulle denna studie kunna betraktas som en del i en större studie utgörande den inledande delen med samma eller åtminstone liknande syfte som den efterföljande. Dessutom finns vissa planer på att även studera företag vilka dels blivit avnoterade från AktieTorget, dels valt att aldrig noteras, trots att man uppfyllt kraven för notering och i övrigt varit möjliga intressenter till en notering hos AktieTorget. Detta innebär att det finns vissa planer på ytterligare åtminstone två studier utifrån samma typ av frågeställningar som i denna studie. Därmed skulle dessa olika studier sammantaget kunna betraktas som en större studie med tillämpning av metod- och källtriangulering. Detta sätt att använda flera olika perspektiv och tillvägagångssätt torde öka både validiteten och reliabiliteten i projektet, eller

åtminstone belysa liknande syften ur olika perspektiv, utan att för den sakens skull göra anspråk på någon absolut sanning. (Silverman, 2000, sid. 98–99)

2.1 Tidsperspektiv

Som framgår av Frågeställning, kapitel 1.3, och Syfte, kapitel 1.4, föreligger ett fokus på noterade SMF-företags utveckling över ett längre tidsperspektiv, som i denna studie utgörs av ett intervall på 10 till 15 år. Skälet till detta längre tidsintervall är dels för att kunna identifiera eventuella effekter av noteringen, vilka sannolikt innebär att viss tid måste förflyta mellan noteringen innan eventuella effekter av denna blir märkbara, dels för att företagen under en längre tid sannolikt passerat olika konjunkturcykler och faser i utvecklingen. Företagens överlevnadsförmåga har därmed prövats och de har getts möjlighet till organisk och strategisk förändring. Den organiska förändringen sker genom företagens egna medel, den strategiska sker genom förvärv eller försäljning av delar av verksamheten. I detta perspektiv kan noteringens betydelse studeras. Ytterligare ett skäl till att förlänga tidsintervallet är att undvika att eventuella externa faktorer, exempelvis konjunkturförändringar, påverkar företagen på sätt som minskar effekterna av själva noteringen. På längre sikt kan dessa externa faktorer, eller skenfaktorer om man så vill, och som är påverkansfaktorer minska i betydelse.

2.2 Population och urval

Generellt sett gäller att noteringar kan ske på vilka marknadsplatser som helst, exempelvis stora eller mindre handelsplatser med principiellt samma funktioner att introducera ett företag för att möjliggöra en publik och allmän ägarkrets. Sedan fondbörsmonopolet upphörde år 1997 råder etableringsfrihet för finansiella handelsplatser. Det väsentliga och det fundamentala är att ägande eller deläggande av företag bjuds ut till försäljning till ett åtminstone hypotetiskt marknadspris, givet de förutsättningar som kan föreligga avseende de specifika aktier som marknadsförs. Marknadsplatserna kan även skilja sig åt avseende de krav man ställer på de företag som noteras. Noteringen innebär att ägande, helt eller delvis, görs publikt och företaget vänder sig därmed till en stor grupp presumtiva investerare. Det normala vid en notering är att ägandet sprids på en vidare grupp investerare, till skillnad mot andra sätt att ackumulera kapital i företag såsom via de befintliga ägarnas insatser eller exempelvis via sociala nätverk inom en

snäv krets. Principiellt kan investerare som köper aktier vid en aktie-notering och i övrigt handlar med aktier via en viss marknadsplats i grunden vara både okända för och oberoende av varandra.

AktieTorget bedriver, som tidigare nämnts, sedan 1998 en marknadsplats för handel med aktier och andra finansiella instrument och noterar cirka 160 företag i olika branscher. Legalt sett är marknadsplatsen AktieTorget en s.k. handelsplattform. Drift av handelsplattform är en typ av värdepappersrörelse enligt lagen om värdepappersmarknaden och AktieTorgets verksamhet står därmed under Finansinspektionens tillsyn.

Valet av marknadsplatsen AktieTorget för studien har att göra med tillgänglighet, men viktigare är att AktieTorget verkat längst gentemot forskningsfrågans målgrupp, noterade SMF-företag. AktieTorget utgör således ett försvarligt val inom den urvalsram som utgörs av Sverige. Principiellt sett hade å andra sidan vilken marknadsplats som helst kunnat väljas för denna studie som uppfyller de huvudkraven enligt nedan. Således är AktieTorget en i viss mån godtycklig urvalsram utifrån en större population av marknadsplatser både inom och utom Sverige. För att kunna studera noterade SMF-företag utifrån frågeställningen och syftet har ett antal noterade företag valts ut från den urvalsram som utgörs av AktieTorget. De utvalda företagen uppfyller vidare kraven om att de skall ha noterats inom tidsintervallet 2001–2007 samt att de skall uppvisa viss variation i bransch-tillhörighet, storlek och omsättning. De konkreta krav som därför ställdes på valet av marknadsplats var följande:

- a) tillgång till noterande SMF-företag att studera
- b) branschspridning i urvalet av företag
- c) företagen möjliga att studera över tid

Inom det givna tidsintervallet ur AktieTorgets urvalsram finns 23 SMF-företag vilka noterats och fortfarande var noterade vid studiens start. I den första urvalsomgången identifierades 15 företag som uppvisade tillfredsställande variation. Av dessa 15 företag kunde fruktbar kontakt upprättas med 10, vilka besöktes för intervjuer. Dessa 10 utvalda företag av 156 idag på AktieTorget noterade motsvarar således drygt 6 procent (19 mars 2017). De företag som valts ut är följande (för en mer utförlig beskrivning av respektive företag, se Bilaga 1):

- AlphaHelix Molecular Diagnostics, noterat 2006 (naturvetenskaplig och teknisk F&U)

- AQ Group, noterat 2001, avnoterat och därefter från januari 2017 noterat på Nasdaq Stockholms huvudmarknad (elektronikkomponenter, partihandel)
- Bahnhof, noterat 2006 (databehandling och hosting)
- Elverket, noterat 2001 (eldistribution)
- Eurocine Vaccines, noterat 2006 (naturvetenskaplig och teknisk F&U)
- HomeMaid, noterat 2005 (rengöring och lokalvård)
- Lovisagruppen noterat 2007 (malmutvinning)
- Miris Holding, noterat 2006(naturvetenskaplig och teknisk F&U)
- Storytel, noterat 2005, men då med annan verksamhet och under annat namn (förlagsverksamhet)
- Xtranet, noterat 2005, men då med annan verksamhet och under annat namn (telekommunikation)

Listan ovan är alfabetisk. I empirikapitlet, kap. 3, och analyskapitlet, kap. 4, anges företagen med nummer. Dessa nummer överensstämmer inte med listan ovan, utan numreringen av företagen är en lista för eget bruk för att bibehålla anonymiteten av vad som framkommit vid intervjuerna. Avsikten är således att en extern läsare inte skall kunna koppla ihop vad som framkommer i denna studie med något av de utvalda företagen.

2.3 Informationsinsamling

Bakgrundsinformation har inhämtats genom offentlig information, såsom exempelvis årsredovisningar, prospekt och bokslut. Intervjuerna företogs med två undantag på företagens respektive huvudkontor med företagets VD eller arbetande styrelseordförande. Ibland kompletterades intervjuerna med företagets styrelseordförande eller grundare. De två intervjuerna som inte företogs på företagens kontor genomfördes dels i en arbetande styrelseordförandes hem, dels per telefon. Som underlag för intervjuerna har en intervjuguide använts som en stomme. Intervjuerna har således varit semistrukturerade med ett visst antal givna frågor, dock utan att dessa frågor förutsatt någon på förhand nödvändig struktur. När ett tema således varit intressant att diskutera har detta tema kunnat fullt ut fullföljas utan några konsekvenser för informationsinhämtningen. Emellertid har de relevanta temana vid varje intervju aldrig lämnats utan att ordentligt ha diskuterats.

Perspektivet i studien är från företagets sida. I bilaga finns ytterligare information om de företag som ingått i studien samt de frågor som ställts.

Den första intervjun genomfördes den 7 december 2016 och den avslutande intervjun den 30 januari 2017. Det har inte funnits någon inbördes ordning mellan intervjuerna, utan dessa har förlagts i enlighet med vad som passerat företagets företrädare. Vid varje intervju har två forskare deltagit; en som ställt frågor och en som i huvudsak antecknat. Intervjuerna har normalt varat i ca en timme, utom telefonintervjun som varade i ca 20 minuter.

Ingen av informanterna har uttryckt önskemål om anonymitet, även om vissa uttalanden skett i förtroende. I övrigt betraktas informanterna som officiella företagsrepresentanter och därmed mycket självständiga med gott självförtroende i sina roller för sina respektive organisationer, varför inga etiska betänkligheter förekommit under studiens gång.

2.4 Validitet och reliabilitet

Vid bearbetning av kvalitativ data undviker man ibland helt att använda sig av eller resonera om begreppen reliabilitet och validitet. I andra fall ersätter man begreppen validitet och reliabilitet med begreppen överförbarhet och trovärdighet i stället. Dessa begrepp är snarlika validitet och reliabilitet, men vissa anser att dessa begrepp är bättre anpassade efter kvalitativ data. Man menar då bl.a. att begreppen validitet och reliabilitet är så starkt förknippade med bearbetning av kvantitativ data att de är meningslösa i kvalitativa sammanhang. Emellertid behöver detta inte vara fallet. (Silverman, sid. 175 ff.) I denna undersökning har bedömningen varit att validitet och reliabilitet är relevanta, i synnerhet med tanke på att ambitionen är att fortsätta denna studie med en uppföljande studie baserad på kvantitativ data, vilket då skulle innebära att begreppen skulle öka jämförbarheten och därmed transparensen för varje enskild undersökning i det större sammanhanget. Dessutom torde det vara vetenskapsteoretiskt diskutabelt att undvika begrepp ämnade att öka ett vetenskapligt förhållningssätt.

Validitet kan översättas med studiens giltighet. I begreppet validitet ingår i huvudsak yttre validitet, eller generaliserbarhet, begreppsvaliditet, eller operationalisering, samt inre validitet, eller kausalitet.

Den yttre validiteten avser resultatens överförbarhet till andra sammanhang än just nettourvalet i den undersökning som ligger till grund för de presenterade resultaten. Annorlunda uttryckt rör generaliserbarhet nettourvalets förhållande till huvudpopulationen, eller den målgrupp som rör

undersökningen. I föreliggande undersökning är nettourvalet de företag som väljs ut för intervjuer och populationen är små och medelstora företag (SMF) vilka genomför en notering. Härvidlag behöver man inte nödvändigtvis begränsa populationen till Sverige, utan det finns inga egentliga skäl att utgå från att svenska förhållanden skulle skilja sig avsevärt från andra jämförbara regioner och länder med liknande juridiska struktur och ekonomiska förhållanden, exempelvis inom EU, USA samt andra jämförbara länder. Resultaten i denna studie kommer att diskuteras och jämföras med andra studier med närliggande syfte och med teorier och modeller på området, varvid en s.k. analytisk validitet kan åstadkommas. Denna studies resultat kommer även kunna jämföras med de efterföljande studiernas resultat, varvid dessa även kan användas för att dra slutsatser hänförliga till generaliserbarhet.

Begreppsvaliditet avser det sätt varpå fenomenet som studeras har operationaliserats och således hur undersökningen formulerats i faktorer som är möjliga att identifiera och undersöka. I föreliggande undersökning betraktas en notering som ett sätt att göra ett företag tillgängligt på en öppen marknad för en vid krets av aktörer. Effekten av denna notering får representanter för företagen identifiera, i det fall det går att identifiera några effekter. Dessa effekter, d.v.s. faktorer, har *à priori* inte identifierats.

Den inre validiteten avser förhållandet mellan den påverkande faktorn eller den oberoende variabeln och den påverkade faktorn eller den beroende variabeln. I föreliggande undersökning betraktas noteringen som den påverkande faktorn och de effekter som kan identifieras av noteringen som påverkade faktorer, vilka är okända vid studiens start. Huruvida dessa faktorer förhåller sig till varandra på ett faktiskt associativt sätt, d.v.s. om det *de facto* är noteringen som ger de effekter som kan identifieras, torde teoretiskt sett vara osäkert. Effekterna på noteringen skulle kunna vara föranledda av någon annan okänd faktor annat än noteringen, exempelvis en konjunkturförändring. Det förhållandet att det är någon annan faktor än den man undersöker och tror sig påverka förhållanden benämns skenvariabel. Det längre tidsperspektivet i sökandet efter förhållandet mellan noteringen och effekterna av densamma reducerar risken för att det skulle vara frågan om någon annan variabel som *de facto* utgör påverkansfaktor. Även det faktum att det är representanter på höga positioner i företagen och med stor insyn och förståelse för verksamheten innebär en reducering av risken att noteringen är felaktigt identifierad som den påverkande faktorn.

Reliabilitet kan översättas med studiens trovärdighet, eller stabilitet. I begreppet validitet ingår i huvudsak test-retest reliabilitet, eller stabilitet av

resultaten över tid, och inter-rater reliabilitet, eller stabilitet av resultaten mellan olika undersökningar. I viss mån kommer båda dessa aspekter på reliabilitet testas genom de vidare undersökningar som planeras. I övrigt jämförs självfallet resultaten från föreliggande undersökning med resultaten av andra liknande undersökningar.

2.5 Metodkritik

Avnotering

Under perioden 2001–2007 har företag avnoterats vid AktieTorget. Orsakerna kan vara flera, exempelvis följande:

- Företaget har blivit uppköpt och därmed avnoterats.
- Företaget har skiftat marknadsplats och noterats på annan marknadsplats.
- Företagets ägare har valt att driva företaget vidare utan att företaget är noterat.
- Företaget har gått i konkurs.

I ovan nämnda fall kan frågan ställas vilken roll noteringen har haft i företagets utveckling fram till avnoteringen och i förekommande fall, efter avnoteringen? Inom ramen för föreliggande studie har detta inte varit studiens huvudfokus, men en möjlighet att studera detta i ett enskilt fall har ändå möjliggjorts, då ett av de studerade företagen, AQ Group, har noterats på en annan lista, Nasdaq Stockholms huvudmarknad under perioden för intervjuernas genomförande.

Å andra sidan kan hävdas att det finns en risk att nettourvalet, d.v.s. de 10 företagen som är föremål för denna studie, i sig utgör en urvalsbias genom en ”uthållighet”. De företag som avnoterats har inte ingått i urvalet, varför någon kännedom om denna typ av företag inte föreligger. En invändning skulle kunna vara att det föreligger en risk att avnoterade företag avviker från nettourvalet, exempelvis genom att dessa rönt en mindre framgångsrik noteringsprocess eller lidit av dåliga resultat och t.o.m. gått i konkurs. I det nettourval som föreligger finns en blandning av mer eller mindre ekonomiskt framgångsrika företag och med en blandning av hur man valt att hantera noteringsprocessen, exempelvis genom en eller flera emissioner. Av det skälet finns en acceptabel blandning av företag utgörande en rimlig mix av effekterna av noteringen och de därpå följande utfallen. I det fall

ytterligare studier kan genomföras, se diskussionerna i ingressen till detta kapitel (kap. 2), skulle emellertid eventuella skevheter i nettourvalet kunna hanteras med källtriangulering inom ramen för en större studie.

Minnesbilden

I somliga av företagen som ingår i studien har de personer som var aktiva i företaget vid noteringstillfället, exempelvis VD, grundare och andra nyckelpersoner, lämnat företaget. Det föreligger en risk att dessa personer skulle ge en annan bild i somliga aspekter än vad som kan erhållas med de intervjuer som kan genomföras med de befintliga företagsrepresentanterna.

Emellertid finner vi i efterhand då intervjuerna genomförts att den information som erhållits både av VD som varit med sedan noteringstillfället och VD som tillträtt efter noteringstillfället (extern rekryterad) ger samstämmiga bilder vid respektive intervju, varför detta problem synes vara begränsat, eller t.o.m. obefintligt. Dessutom har i förekommande fall den företagsrepresentant vi intervjuat och stämt träff med, men som inte ansett sig ha den fullständiga bilden av noteringen klar för sig, i stor utsträckning valt att låta oss komma i kontakt med representanter för företaget som varit med både före, under och direkt efter noteringstillfället. I dessa fall har således två intervjuer företagits.

3. Vad företagarna säger!

Nedan kommer relevanta delar från de tio intervjuerna återges och sorteras i tidsföljden före noteringen, under noteringen samt efter noteringen. Företagen är i huvudsak anonymiserade, om det inte finns specifika skäl att ange vilket företag som anger vad. I möjligaste mån är citaten kopplade till det specifika företaget. Den löpande texten återges så nära det ursprungliga samtalet vid intervjuerna som möjligt. Tillägg och exkluderingar av vissa delar har gjorts för att få texten mer läsvänlig. Endast relevanta delar återges, medan annat som sagts under intervjuerna som inte varit relevant för studiens syften har lämnats därhän.

Ambitionen är att identifiera olika teman som är samma eller åtminstone av liknande karaktär i de olika företagen. Dessa teman kommer sedan sorteras i någon typ av ordning, för att en struktur i sig skulle kunna innebära förståelse.

3.1 Motiv till noteringarna

Ett skäl som förelåg för alla företagen utom för ett var att uppbringa kapital, dock var inte det alltid fallet. Många av företagen betonar en fara med att ta in kapital från vilken aktör som helst. Att ta in kapital från en eller ett fåtal aktörer, eller en för affärsidén i grunden oförstående part, ses som riskabelt.

Att notera sig innebär i stället fördelar om syftet är att driva verksamheten vidare långsiktigt. Det långsiktiga målet betonas av flertalet företag. Om långsiktighet är målet påpekar man från många av företagen är noteringen en fördel, till skillnad mot affärsänglar eller s.k. venture capitalbolag. Det är emellertid svårt att entydigt säga att det ena är bättre än det andra, men just kortsiktigheten, det s.k. *"kvartalsfokus"*, blir konsekvensen av kortsiktiga ägare utan intresse för företagets långsiktiga överlevnad där fokus är ett fördelaktigt kursläge och inte så mycket annat, exempelvis Företag 6. Företag 1 betonar att man som ägare kan sälja en del aktier, men samtidigt behålla en del av ägandet. (Företag 1)

Ibland måste uppfinnaren inse sin egen begränsning. Det finns en fara i att ta in affärsänglar; det kan bli stora konflikter i företaget. Den enkla förklaringen är att det kan finnas några eldsjälur i företaget initialt som är duktiga på det de gör, men som inte är affärsmän. Rätt typ av affärsängel har känsla och respekt för uppfinnaren. Fyrkantiga investerare som kommer in i ett företag tar dör på den egensinniga gubben. Den dåliga affärsängeln går efter vissa ritningar och då kan det gå illa!

(Göran Nordenhök, Lovisagruvan)

Motiv till noteringarna uppges i ett fall mycket tydligt att vara att ge information och att positionera sig mot konkurrenter. Det finns i övrigt skäl att bli omtalade och det triggat kvartalsrapporterna och genererar ett intresse i sig. Genom notering kan kapital även ackumuleras på ett tidsmässigt förhållandevis effektivt sätt, till skillnad från kapitalackumulation via investmentbolag eller liknande (Företag 8). Företag 1 var mycket tydliga med att det endast var marknadsföring och marknadspositionering som var skälen till noteringen. Flera andra lyfter emellertid fram det traditionella skälet till noteringen; att få in kapital i företaget, exempelvis Företag 5, eller att reducera investeringsrisken genom att bjuda in fler ägare genom noteringen (Företag 7), eller ägarrisken med undvikande av riskabla strategier vilka reduceras om det finns flera ägare i stället för ett fåtal stora (Företag 10).

AktieTorgets lista uppges förvisso inte anses lika ”fin” som vissa andra, men det är liten byråkrati och förhållandevis mindre formalia. Risk föreligger att det finns lycksökare där, men det är en bra lista för entreprenörer och det är smidigt vid introduktionen. Noteringen var bra för likviditeten för aktien. (Företag 1) I Företag 2 anger man att man tidigare tänkte sig en notering, men eftersom det innebär minskad handlingsfrihet var man initialt tveksam. Dock beslutade man att det trots allt kunde vara framgångsrikt om man redan från början tänker extremt långsiktigt. (Företag 2) Fördelar med noteringen är ägarspridning (Företag 2 och Företag 7) och det är trevligt att det finns ett värde på företaget. En emission gav ett antal tusen nya aktieägare; det ger ytterligare krydda för företagandet och det är lättare att gå ut och prata om företaget. (Företag 2) Ursprungligen var det vänner och bekanta man fick med på nyemissionerna som gav flera miljoner kr., 25–30-talet personer investerade i företaget. AktieTorget uppges fungera som en börs utan att vara en börs. Det var därefter naturligt att skapa en marknadsplats för dessa investerare. I första hand ville vi hitta en exit. (Företag 3) Vissa företag har bara varit aktiva med kapitalackumulation från allmänheten via själva noteringen, exempelvis Företag 1 och Företag 10, medan andra har genomfört flertalet nyemissioner, exempelvis Företag

9 och Företag 7, som genomfört sju emissioner. Man uppger att det är relativt lätt att få in pengar (Företag 7 och Företag 8), om det inte föreligger extraordinära omständigheter som vid den finansiella krisen 2008 då man menar att det var ”*total stiltje*” (Företag 7). Home Maid angav att man hade tydliga politiska ambitioner med noteringen.

Syftet med noteringen var att bevisa att vita tjänster i vår bransch är möjliga; allt skall inte vara svart.

(NN, HomeMaid)

3.2 Under noteringarna

En insikt är att det är betydelsefullt vilken typ av aktör man tar in i företaget och hur man betraktar eventuella nya ekonomiska medel, vilket betonades av flera företag.

Det är ett farligt gift att ta in kapital för löpande drift. ... Alla bolag som under IT-bubblan betraktade riskkapital som intäkter gick under.

(Jon Karlung, Bahnhof)

Noteringsprocessen var lite småbökig, men egentligen var det inga problem. Det var en hel del formalia som skulle vara på plats, men för Företag 3 upplevde man inte att det var några ”*främmande saker*”. Informanten som skött noteringsprocessen hade haft ett liknande arbete tidigare. Man menar att det på AktieTorget i princip föreligger samma krav som på andra marknadsplatser. Det som skiljer olika marknadsplatser åt är olika nivåer på redovisningsprinciperna. (Företag 3) Ej heller Företag 4 upplevde noteringsprocessen som besvärande. Emellertid upplever man att noteringsprocessen blivit mer komplicerad på senare tid. (Företag 4 och Företag 7) Företag 7 betonar att företagens expansion var helt beroende på den publika noteringen (Företag 7). En informant betonar att det gäller att förklara sitt investeringsobjekt på ett pedagogiskt sätt.

En del får syn på oss via den publika exponeringen. Små bolag är beroende av denna exponering. ... Om man kan förklara sitt case för en lekman på 10 minuter är det rekommenderat att exponera sig publikt.

(Hans Arwidsson, Eurocine Vaccines)

3.3 Effekter av noteringarna

Samtliga företag ser någon slags fördel med noteringen. Vissa identifierar fler fördelar, exempelvis Företag 2 och Företag 3, medan andra endast kan identifiera begränsade fördelar såsom värdet av marknadsföring (Företag 1), eller legitimitet samt finansiell hävstång när man är noterad (Företag 6).

Expansionen av företaget hade sannolikt skett utan noteringen, men det är ett billigt sätt att marknadsföra sig på. (Företag 1) Flera företag betonar betydelsen av marknadsföring via noteringen, exempelvis Företag 1, 7 och 10. Relationen med banken har blivit väldigt bra påpekar Företag 2. Bankens VD var här förra året och vi har bra bankrelationer i takt med att vi hamnade där menar man. I och med noteringen hamnade företaget på investerarräffar. Man tog in många miljoner kronor för ett tag sedan. Erbjudande om exit sker via noteringen. PR-effekten är bl.a. att vi blir hypade via tidningar och att noteringen ger mer transparens (Företag 2 och Företag 10), eller att det publika inslaget av noteringen uttrycks som en ”sexighetsfaktor” (Företag 6). Emellertid betonas att publiciteten är positiv så länge det är positiva nyheter om företaget; det kan med andra ord gå åt båda hållen (Företag 9).

Jag håller inte med om att det skulle vara bra för ens ego att noteras, men det är mycket bra för marknadsföringen.

(Jonas Tellander, Storytel)

Due Diligence gör AktieTorget. Genom det formella lär man sig hanterandet av företagets förhållanden inför en OMX-notering och man lär sig inför framtida beslut. Värdet på aktien har vuxit sedan noteringen. Om detta beror på noteringen är osäkert. Grundbusiness hade emellertid utvecklats på liknande sätt utan noteringen. (Företag 2) Man vinner i förtroende genom att vara noterad, men det ger inte nödvändigtvis fler affärer, eftersom vi inte säljer ett varumärke. Underleverantörer tycker däremot att det är bra att se vad som händer. När ett företag i en angränsande bransch behövde hjälp hittades vi genom att vara publikt. Det är även bra för investerarna att se att börskursen stiger. Då man befinner sig i en kapitalkrävande fas är det en fördel att vara noterad. (Företag 3)

Det har aldrig gjorts några nyemissioner efter noteringen. Sedan dess har det varit en successtory.

(Göran Nordenhök, Lovisagruvan)

Trots att flertalet noteringar lett fram till en bra utveckling finns företag som inte lyckats i enlighet med förväntningarna vid noteringen. Företag 4 är exempel på det. Företaget valde att notera för ett antal år sedan, men företaget har inte ”lyft” utan man har haft fortsatta problem. Man konstaterar att man misslyckades med uppdraget. På senare tid har företaget valt att göra nyemission och med den lyckades man bra utifrån den affärsplanen som då förelåg. (Företag 4) Till skillnad från Företag 1 ovan, som betonar nödvändigheten att inte betrakta nytt kapital som intäkter, såg sig Företag 4 nödgat att ta det nya kapitalet i anspråk för att täcka förluster. De medel man tog in på nyemissionen är nu förbrukade. På grund av noteringen syns man mycket i media och det är bra för affärsrelationerna. Företaget har även en styrelse som är ägare och det finns ett fokus på en situation med bevis att stabilisera värdet i företaget. Kunderna känner sig lugna när de ser att fakturorna betalas. Just nu har företag 4 en mycket bra rating och den nuvarande situationen kommer kassaflödet kunna hantera. Kontakterna med externa parter, exempelvis banker och investerare, har flertalet företag identifierat som en positiv konsekvens med noteringen. Några företag lyfter även fram betydelsen av noteringen för att värva ny personal. Man menar att personalen betraktar en stabilitet i kursvärdet som ett tecken på stabilitet i företaget, exempelvis Företag 4 och Företag 8, eller att arbetsmarknadsparter eller allmänheten i stort betraktar noteringen som en signal om ett trovärdigt företag, bl.a. genom att företaget är under ständig och allmän uppsikt, exempelvis Företag 5 och Företag 8. Principiellt samma men annorlunda uttryckt anses noteringen vara en ”kvalitetsstämpel” (Företag 10).

Ja, det har underlättat att ta in pengar från ägarna. Det finns en mental betydelse att vara noterad hos allmänheten och hos bankerna – från företagets sida är man mer på tå för att vi är noterade ... Noteringen inget förtroende. Med en genomlysning som följer av en notering kan man inte bete sig hur som helst. Skumrask noteras förr eller senare”

(Hafsteinn Jonsson & Kaj Lundgren, Xtranet)

Noteringen kan även vara betydelsefull vid strategisk eller s.k. oorganisk expansion då de noterade aktiernas värde kan användas vid företagsförvärv, exempelvis Företag 4 och Företag 9, innebärande att det redan noterade företaget betalar ett förvärv helt eller delvis med en riktad emission till det förvärvade företagets ägare. Noteringen kan även vara betydelsefull i samband med banklån, exempelvis Företag 5. Några av företagen betonar betydelsen av noteringen för relationen med banken i större utsträckning än andra, exempelvis i samband med kreditgivning. (Företag 4) Företag 5 häv-

dar likt Företag 3 att noteringen saknar betydelse för kundrelationerna i B2C-förhållanden. Däremot är det viktigt i relationen till andra företag, B2B, Företag 4 och Företag 5.

Nackdelen med noteringen anges i vissa fall till att det är mycket formalia och att denna tar tid (Företag 5). Andra ser inte detta som ett problem å andra sidan (Företag 3). Vissa företag överväger att byta lista till OMX First North (Företag 5 och Företag 6), medan andra redan har gjort det för att man ansåg sig vara för stora för AktieTorget (Företag 9). Motståndet att byta lista är det befarade ökade arbetet detta skulle skapa både initialt och löpande (Företag 5). Kritiken mot AktieTorget är att det uppges finnas för många privat-handlare, vilket innebär att det är för *”fladdrigt i kurs och handelsvolymerna”* och att det är för få som engagerar sig i aktieanalyser (Företag 6). Vissa andra anger att AktieTorget inte är den mest ansedda listan, men flertalet uppger att listan är bra och tillräcklig för de egna behoven.

4. Analys och resultat

Utifrån strukturen i empiriredovisningen i kapitel 3 och som sorteras i tidsföljden före noteringen, under noteringen samt efter noteringen sker ytterligare strukturering i detta kapitel utifrån de teoretiska perspektiv som anses tillämpliga och som redogjorts för i kapitlet 1.2. Analysen har genomförts så att varje redovisad teori använts för att genomlysas empirin och om en specifik teori matchat det som framkommit i empirin redovisas och kommenteras detta. De teorier som använts är Schumpeter (1934), Elliott et al. (2014), Garmaise & Moskowitz (2003), Borg et al. (2016), Effektiva marknadshypotesen, Informationsasymmetri samt Agentteorin.

4.1 Kapitalackumulation

Det främsta skälet till marknadsnotering är kapitalackumulation från tillträdande nya ägare, vilket uppges av flertalet företag, dock inte alla. Man agerar således vid en marknadsnotering att nätverken förändras från intra till inter samt extra (Borg et al. 2016), d.v.s. företagets krets vidgas från att bara omfatta interna aktörer till att omfatta en vid krets av externa aktörer. De externa aktörerna är den allmänhet som kan tänkas vara intresserade av en investering i företaget i fråga.

I övrigt sker en förändring av kapitalanskaffningen från den inre kretsen av ägare och andra som på olika sätt är associerade till ägaren i enlighet med den effektiva marknadshypotesen (EMH), vilka är beroende av information och kunskap om företaget via en marknad som präglas av liten effektivitet (Fama 1970, Malkiel 2005). I detta sammanhang skulle man även kunna betrakta informationen som monopolistisk före marknadsnoteringen, till att i idealfallet bli effektiv. Hur effektiv marknaden är vid marknadsnoteringen är inte möjligt att bedöma utifrån föreliggande material, men man kan åtminstone sluta sig till att företaget efter marknadsnoteringen agerar i en miljö som präglas av en ökning av marknadseffektiviteten, eller om man så vill en minskning av marknads-ineffektiviteten.

Ett av de intervjuade företagen hade inte som strategi att anskaffa kapital, utan såg marknadsnoteringen endast som marknadsföring (Företag

1). Emellertid var detta ett mycket tydligt undantag från de övriga företagen. Politisk påverkan uppges av ett annat företag vara ett av skälen till marknadsnotering, dock inte det enda eller ens det främsta skälet.

4.2 Aktörsförhållanden

Schumpeter (1934) kallade uppfinnare (inventor) och individen som kommersialiserade uppfinningen för entreprenör (entrepreneur). Företagens aktörer i denna studie kan betraktas utifrån Schumpeters definition av nyckelbegreppen i hans teorier. Aktörerna skulle å andra sidan kunna betraktas utifrån agentteorin dels som principaler, aktieägarna och dels som agenter, företagets ledning, vilka ofta utgörs av de ursprungliga ägarna. Det kan hävdas att skillnaden mellan tillämpligheten i Schumpeters teorier och agentteorin på detta material beror på aktören som förser företaget med det nya kapitalet. Om denna aktör är en mycket medveten ekonomisk aktör och en tydlig skiljelinje föreligger mellan dessa och de gamla ägarna och företagsbildarna, kanske t.o.m. en typ av uppfinnare, är Schumpeters teori mer tillämplig. Om denna aktör som förser företaget med det nya kapitalet å andra sidan är en mer beroende aktör, kanske en större grupp mindre investerare, med ett visst mått av beroende av de ursprungliga ägarna, är agentteorin mer tillämplig. Beakta denna dubbla analys nedan.

I en del av materialet framstår det som en konflikt häremellan (inventor och entrepreneur eller principal och agent) är mycket tydlig, varvid vissa företag väljer att inte alls använda sig av kapitalgivare eller entreprenörer (entrepreneur) eller principaler, medan andra är mycket medvetna om vilka typer av entreprenörer som är ”bra” och vilka som är ”dåliga”. De som medvetet valt att inte engagera entreprenörer eller principaler i företagen vid noteringen har fruktat en målkonflikt och en förlorad ägarkontroll och därför helt avstått från kapitaltillskott via noteringen (Företag 1), medan de som varit medvetna om denna möjliga konflikt varit observanta på vilken typ av entreprenörer eller principaler som, om inte identiska, så åtminstone de entreprenörer eller principaler med likartade mål som uppfinnarna eller agenterna (inventor) i företaget. Företag 3 var mycket tydlig med att man medvetet hade valt att notera sig i stället för att engagera riskkapital (venture capital). Man kan kanske här tala om att man väljer en principal (agentteorin) i stället för en entreprenör (Schumpeter), där principalen snarare är i beroendeställning till agenterna. Även Företag 4 och Företag 10 hade erfarit utmaningar och t.o.m. hot vid stora ägarkoncentrationer, vilket

är i motsats till den principiella ambitionen med en marknadsnotering. Här torde Scumpeters teori bli mer tillämplig. Dessa utmaningar hade emellertid löst sig genom medvetna motstrategier, för att ta in principaler i stället för entreprenörer.

Riskkapitalisten eller en fientlig storägare skulle i enlighet med Schumpeters teorier ovan vara det som benämns entreprenör (entrepreneur), dock en dålig sådan med ett kortsiktigt och i stora drag avvikande mål än instiftaren av företaget eller uppfinnaren (inventor) i enlighet med Shumpeters modell. I värsta fall vid engagerandet av en riskkapitalist, d.v.s. i detta sammanhang en dålig entreprenör (entrepreneur), kommer företaget helt att domineras av riskkapitalisten och helt domineras av dennas suboptimeringar, ofta kortsiktigt snabb vinst utifrån dennas övergripande perspektiv utan vidare hänsyn till företagets mål och optimala möjligheter.

Möjligtvis skulle en affärsängel vara mer initierad i företagets affärsidé eller uppfinning och därmed ha som ambition att agera mer i linje med uppfinnaren, till skillnad från riskkapitalisten (venture capital) som i huvudsak är ekonomiskt orienterad, varför riskkapitalisten åtminstone i jämförelse med affärsängeln skulle betraktas som en relativt sett dålig entreprenör (entrepreneur). Vid en notering å andra sidan är ambitionen att undvika denna typ av målkonflikter mellan uppfinnare (inventor) och entreprenör (entrepreneur) under förutsättning att ägandet sprids på ett större antal ägare utan att väsentlig ägarkoncentration uppstår. Med ett stort antal ägare, som i normalfallet sker vid en marknadsnotering, reduceras risken att företaget förvanskas till någonting som skiljer sig från företagets grundidé i enlighet med uppfinnaren (inventor). Ett engagerande av en riskkapitalist (venture capital) innebär således ökad risk för företagets ursprungliga ledning (inventor) i förhållande till en marknadsnotering. Det torde i så fall för ursprungägarna vara att föredra att erhålla kapital som renderar ett förhållande motsvarande principal och agent i stället.

Denna typ av risker och målkonflikter blir sannolikt som störst i företag med en avancerad affärsidé, exempelvis ny teknik, där framtidsutsikterna präglas av osäkerhet eller ett mått av kvalificerad bedömningsförmåga. I denna studies urval präglas Företag 3, Företag 4, Företag 6, Företag 7, Företag 8 och i viss mån Företag 10 av affärsområden som inte helt enkelt låter sig analyseras eller förstås.

I enlighet med Elliott et al. (2014) ökar naturligt nog en finansiell interdependens med en notering från kanske bara ett fåtal medaktörer till ett större antal aktörer, varav en del sedan tidigare är helt okända för upp-

finnaren och de befintliga entreprenörerna i enlighet med Schumpeter (1934) och dennes uppdelning i de två olika huvudaktörerna.

4.3 Nätverk

En del av företagen lyfter fram betydelsen av både formella och informella kontakter eller nätverk som kreditgivare och investorer (aktieägare), men även kontakten med och informationen till personalen, både i förhållande till den befintliga och i förhållande till nyrekryteringar (Garmaise & Moskowitz 2003). Två av företagen i materialet betonade denna betydelse i synnerhet vid nyanställningar, eftersom ny personal måste bilda sig en uppfattning om en presumtiv arbetsgivares ekonomiska stabilitet, varvid offentliga upplysningar via en publik plattform inger förtroende. (Företag 5 och Företag 8).

I materialet har ett antal relationer kunnat identifieras. I enlighet med Borg et al. (2016) betonas betydelsen av de tre olika relationsformerna intra, inom det egna företaget, inter, inom den egna branschen, och extra, utanför den egna branschen, i materialet. Alla dessa typer av relationer uppges omfattas av i.) beslut att marknadsnoteras och ii.) effekter av marknadsnoteringen.

Före noteringen uppger man att man vill uppnå ökad transparens och likviditet för de egna ägarna, intra, i viss mån vill man positionera sig på marknaden gentemot bl.a. konkurrenter, inter, samt självfallet även ackumulera mer kapital till verksamheten och marknadsföra sig i en vidare krets både bland allmänhet, presumtiva andra betydelsefulla aktörer samt det politiska etablissemanget, extra.

Effekter av noteringen uppger man vara ökad likviditet och transparens till både tidigare och med noteringen nyblivna ägare och anställda icke ägare, intra, marknadsföring och positionering inom branschen, både gentemot konkurrenter och till aktörer verksamma i branschanslutna näringar, inter, samt information till de finansiella marknaderna bl.a. för att locka andra presumtiva ägare, informationsförmedling till befintliga och presumtiva kreditgivare, informationsförmedling till presumtiva nyanställda samt information till samhället i övrigt inklusive det politiska etablissemanget, extra. Kommunikationen med det politiska etablissemanget är den relation som skiljer sig från de övriga i det att denna relation syftar till en påverkan och en förändring av de rådande formella institutionerna. De andra relationerna syftar endast till att verka inom ramen för rådande formella insti-

tutioner. En sammanfattning av de tre relationskategorierna intra, inter och extra före och efter marknadsnoteringen redovisas i tabellen nedan.

	Intra, inom företaget	Inter, inom branschen	Extra, utanför branschen
Skäl till notering	<ul style="list-style-type: none"> • Kommunicera företagsinformation lättare med befintliga ägare • Ökad likviditet för befintliga ägare • Möjliggöra förändring av ägarstrukturen på ett mer transparent sätt, d.v.s. korrekt marknads-notering 	<ul style="list-style-type: none"> • Marknadsföring och positionering gentemot konkurrenter 	<ul style="list-style-type: none"> • Marknadsföring och positionering gentemot aktörer utanför branschen • Marknadsföring och transparens gentemot befintliga och nya kreditgivare syftande till kreditackumulering • Marknadsföring och transparens gentemot nya ägare syftande till kreditackumulering eller ägarbyte • Information och påverkan på det politiska etablissemanget (påverkan på befintliga formella institutioner)
Effekt av notering	<ul style="list-style-type: none"> • Som ovan 	<ul style="list-style-type: none"> • Som ovan samt: • Marknadsföring och kommunikation gentemot aktörer verksamma inom branschen 	<ul style="list-style-type: none"> • Som ovan

De tre relationskategorierna intra, inter och extra före och efter marknadsnoteringen i enlighet med teorierna från Borg et al.

4.4 Marknadseffektivitet, transparens och exit

Den effektiva marknadshypotesen (EMH) stipulerar att marknader kan delas in i tre olika delar med en svag form, en medelstark form och en stark form i enlighet med vad som redogjorts för i teorikapitlet tidigare. Att röra sig från ett onoterat läge till ett noterat innebär emellertid en så pass stor förändring att före noteringen befinner sig företaget inte i ett sådant sammanhang att ens den svagaste formen i enlighet med EMH uppfylls, utan det är först med marknadsnoteringen man möjligtvis kan analysera företaget och marknaden utifrån EMH:s åtminstone första nivå i enlighet med Fama (1970) och Malkiel (2005).

Före noteringen befinner sig företaget i ett läge där ledningen och ursprungsägarna innehar monopolistisk information, d.v.s. det är dessa som besitter väsentlig information och utomstående befinner sig i ett informationsunderläge. Först med marknadsnoteringen finns offentligt tillgänglig och kvalitetssäkrad information och företaget omfattas av de regler som främjar samma information till alla aktörer, oavsett om dessa är intra, inter eller extra (Borg et al., 2016).

Annorlunda uttryckt ökar således transparensen naturligt nog genom marknadsnoteringen genom de krav på företagen som ställs för att bli godkänd för notering. En konsekvens av detta är att utifrån EMH värdesätts företaget även på ett mer korrekt sätt (Fama 1970, Malkiel 2005), eller åtminstone på ett mindre inkorrekt sätt än vid andra strategier som i.) att fortsätta vara onoterad utan andra åtgärder, ii.) att fortsätta vara onoterad med kapitaltillskott genom affärsänglar, en bra entreprenör, eller genom riskkapitalister (venture capital), d.v.s. i enlighet med resonemangen om en dålig entreprenör (Schumpeter 1934).

Genom marknadsnoteringen förändras företaget från att präglas av en obefintlig form av effektivitet i enlighet med den effektiva marknadshypotesen, till en mindre ineffektiv i analogi med resonemangen i EMH (Fama 1970, Malkiel 2005). Oavsett nivå på effektiviteten är det odiskutabelt att effektiviteten förändrats till en ökad nivå av effektivitet med marknadsnoteringen. Värderingen eller prissättningen av företaget sker före marknadsnoteringen utifrån en begränsad krets till en vidare krets av aktörer efter marknadsnoteringen med en ständigt pågående värdering av företaget via marknadsplatsen. Företaget har således gått från ett läge där värderingen sker i vissa perioder, dock med stor tröghet och med liten transparens, kanske t.o.m. felaktig eller åtminstone mycket begränsad information för samtliga aktörer inklusive ägaren, till en i idealfallet ständigt pågående pris-

justering av företagsvärdet. Ju större handel, transaktionsvolym, desto mer effektiv är värderingen, vilket innebär att marknadsplatsen åtminstone ger förutsättningar för en effektivare prissättning jämfört med läget före marknadsnoteringen.

Möjligheten till ett avslut av en investering, en s.k. exit, förbättras, eller t.o.m. utgör enda möjligheten, vid en marknadsnotering. Återigen är det en effektivisering av prissättningen, eller värderingen, av företaget, som sker vid marknadsnoteringen från en marknad präglad av obefintlig effektivitet till en möjligtvis svag effektivitet. En starkare form av effektivitet på marknaden förutsätter en omfattande handel, vilket inte alltid är fallet på mindre marknadsplatser, men det som ovedersägligt kan konstateras är att en förändring sker till en högre grad av marknadseffektivitet vid en marknadsnotering från det tidigare onoterade läget. I den högre graden av marknadseffektivitet föreligger således större sannolikhet till en marknadsprissättning på ägarandelarna än vad som sker i ett läge som onoterat, vilket innebär att en prissättning och en försäljning av ursprungsågaren, exit, underlättas i den förbättrade formen av marknadseffektivitet, eller om man vill iakttä försiktighet, förminskade formen av marknadsineffektivitet.

4.5 Samhällsnytta

Analyserna i de föregående delkapitlen skall i detta avslutande analyskapitel, före resultatredovisningen, vidareanalyseras med målsättningen att göra konklusioner. En annan beskrivning av det vi avser med konklusionerna är att extrapolera de tidigare analysresultaten, d.v.s. att dra konsekvenser av tidigare resultat i en vidare kontext.¹²

Marknadsnoteringen kan delas upp i två kategorier: i.) Generella faktorer och som är ett perspektiv utanför det enskilda företaget samt ii.) Specifika faktorer och som är ett perspektiv i huvudsak inifrån företaget.

¹² Begreppet extrapolering kommer från ingenjörsvetenskaperna och innebär att man beräknar en fysisk kropps färdriktning och nedslagsplats utifrån vikt, hastighet, nuvarande position och bana.

Generella faktorer

Komplement till annan finansiering	Ägarspridning i form av marknadsnotering kompletterar annan finansiering som finns i samhällsekonomin, såväl offentligt som privat kapital. Finansieringsalternativ innebär en effektivisering av de finansiella kostnaderna.
Underlättande av kompletterande finansiering	Marknadsnotering har för långivare, med några undantag, varit en katalysator för annan finansiering då företagen uppnått ökad transparens och därmed ökad trovärdighet.
Kommersialisering av FoU	FoU har möjliggjorts genom att kapital har genererats från en vidare krets utanför företaget och som varit avgörande för den fortsatta utvecklingen.
Möjlighet för marknaden i vidare bemärkelse förvärva ägande i tillväxtföretag	Marknadens mångfald av aktörer ges möjlighet att förvärva ägande i tillväxtföretag med en mer korrekt prissättning av företaget innebärande bl.a. kontrollerade köp- och säljförhållanden.
Sysselsättning	Gruppen av intervjuade företag har medverkat till att arbetstillfällen skapats. Det kan tillskrivas dels organisk tillväxt, dels förvärv.
Kommunikation och integration	Inom gruppen intervjuade företag finns företag där presumtivt anställda och befintligt anställda önskade information om företaget. I detta sammanhang framkom att transparens var nödvändigt för en formell anställning av personal som i hög grad var av annan etnicitet än den svenska och med låg utbildningsnivå och som därmed hade svårigheter att erhålla sysselsättning. För många av de anställda var detta den första eller bland de första formella anställningarna.

Specifika faktorer

Exitmöjlighet	Med marknadsnotering sker en mer korrekt prissättning av företaget och med en mycket betydelsefull exitmöjlighet för ägarna.
Bibehållen ägarkontroll	Många ägare av företag vill inte ta in riskkapitalföretag (venture capital, riskkapitalister, affärsänglar o.dyl.) i sina företag för expansion, då man riskerar att mista kontrollen över företaget. En ägarspridning genom en marknadsnotering medger att kapital erhålls utan en diskrepans i styrkeförhållanden och att ofördelaktiga avtal inte behöver ingås.
Tillgång till kapitalmarknaden	Marknadsnoteringen möjliggör tillgång till olika typer av kapitalanskaffningsstrategier som riktade nyemissioner.
Expansion	Marknadsnoteringen möjliggör olika typer av expansionsstrategier som förvärv med riktade nyemissioner.
Legitimitet genom formella krav	Genomlysningen av det noterade företaget, som sker kontinuerligt, ställer krav på företagsledningen att prestera i enlighet med institutionella förväntningar. Företagets utveckling sker med transparens.

Marknadsnoteringen redovisas i tabellen och kan delas upp i två kategorier: i.) Generella faktorer och som är ett perspektiv utanför det enskilda företaget samt ii.) Specifika faktorer och som är ett perspektiv i huvudsak inifrån företaget.

I grunden handlar det om att ovannämnda faktorer samverkar på ett sådant sätt att företaget utvecklas positivt i kombination med företagsledningens förmåga att arbeta aktivt i förhållande till den samhälleliga kontexten.

Som en sammanfattning av detta delkapitel utgörs samhällsnyttan i huvudsak av den effektivisering av företagen som sker via marknadsnoteringen, dels genom att information om företagen i allmänhet innebär fördelar såsom bättre kännedom om företagen både internt (anställda och befintliga investerare) och externt (offentliga och privata institutioner samt kunder, leverantörer och presumtiva anställda), dels genom att informationen om företagen innebär en effektivare prissättning och värdering av företagen och med större möjlighet till korrekt prissatta ingångar (aktieköp) och utgångar (exit) i företagen. Effektiviseringen innebär att förtroende lättare kan skapas mellan aktörer som direkt eller indirekt är involverade i företagen. Detta förtroende emanerar bl.a. från det faktum att värderingen av företagen är mer marknadsmässigt legitim (mer effektiv marknad, eller mindre ineffektiv marknad) och som även underlättar ytterligare direkt eller indirekt expansion, såsom expansion med egna aktier och underlåtande av upptagande av krediter. Den mer korrekta prissättningen av företaget torde innebära fördelar för alla involverade parter, vare sig dessa är interna (exempelvis ägare och anställda) eller externa (alla aktörer utanför företaget).

I analogi med resonemangen om samhällsnyttan utifrån en effektivisering av företagen, torde "nackdelen" med marknadsnotering vara att den eller de aktörer som före marknadsnoteringen besitter monopolistisk information, vid en marknadsnotering agenter, och som har intresse av att behålla denna för sig själv till förfång för andra parter, vid en marknadsnotering principaler, och därmed även för ekonomin i ett vidare sammanhang, förlorar denna monopolistiska position, eller åtminstone får detta informationsövertag begränsat, vid en marknadsnotering.

4.6 Resultat

Som en sammanfattning av analyserna i studien betonas följande resultat med både för- och nackdelar med marknadsnotering:

Fördelar

- Värdering, är oftast högre vid en marknadsnotering i jämförelse med när ett riskkapitalföretag inträder som delägare utan en samtidig notering. Företaget tillskjuts därmed finansiella medel motsvarande den ägarandel som ett riskkapitalföretag hade köpt motsvarande aktiepost för.
- Exit, genom en marknadsvärdering erbjuds befintliga ägare en publik exitmöjlighet.
- Kontroll, innebär att de ursprungliga ägarna kan bibehålla kontrollen över företaget. Ett formellt ägaravtal behöver inte upprättas som reglerar kontrollen över företaget, som exempelvis sker när ett riskkapitalbolag inträder som delägare.
- Kommunikation och exponering, innebär att en ökad transparens även innebär en ökad publik exponering både till de finansiella marknaderna, men även till marknaderna där företaget bedriver sin kärnverksamhet.
- Finansiering och expansion, innebärande att företaget har möjlighet att vända sig till befintliga och nya aktieägare för ytterligare kapital samt vid förvärv erbjuda en riktad nyemission av aktier till ägare i det förvärvade företaget som hel eller del av köpeskillingen.
- Legitimitet, grundar sig i att företaget är genomlyst och löpande måste rapportera om företagens utveckling, vilket innebär en kvalitetsstämpel.

Nackdelar

- Publik exponering, innebärande att väsentliga händelser i företaget blir offentliga, vilket kan vara både till en fördel och en nackdel, i synnerhet då företaget delger negativ information.
- Rapportskyldighet, är en icke ringa del av rapportering som tar tid att hantera och att iordningsställa.
- Offentlig VD, kräver ett väsentligt mått av kunskap och vilja att uppfylla den publika rollen.
- Aktieägare, kräver att företagsledningen ägnar tid och intresse för dem i olika former utöver bolagsstämmor.

Emellertid framgår av informationen i denna studie att fördelarna överväger nackdelarna i samband med marknadsnoteringen.

Som en sammanfattning av studiens resultat kan nedanstående figur illustrera förloppet vid en marknadsnotering där det första steget vid noteringen är en ökad formell transparens och därmed en korrigerande prissättning på tillgången (företaget) i enlighet med EMH. Företaget får tillgång till kapitalmarknaden varvid en mer effektiv prissättning sker, eller åtminstone mer effektiv än i det tidigare onoterade läget. Därmed finns möjligheter att medelst fler strategier agera för kapitalanskaffning och vidareutveckling av verksamheten samt kommunikation med aktörer i olika nivåer, exempelvis genom nyemissioner, företagsförvärv medelst företagsandelar och riktade nyemissioner. En viktig del i kapitalanskaffningen är dessutom den legitimitet som skapas genom marknadsnoteringen, bl.a. genom den genomlysning och de kontrollprocesser som sker, vilka är förutsättningar för marknadsnoteringar. Dessa kontrollprocesser sker dessutom löpande för att kontinuerligt upprätthålla en given standard. Med marknadsnoteringen sker även en kontinuerlig kommunikation och exponering till nytta för informationen om företaget och därigenom förutsättningarna för effektiv prissättning och värdering av företaget, till skillnad från det monopolistiska informationsläge som rått före marknadsnoteringen.

Dessa faktorer samverkar självfallet på ett sätt som inte är möjligt att utifrån föreliggande studie enskilt analysera. Sammantaget kan man emellertid konstatera att studien pekat på att marknadsnoteringarna varit gynnsamma för flertalet företag.



Marknadnoteringsprocessen och dess delar, vilka inte nödvändigtvis har den "processordning" som illustreras i den egenhändigt skapade figuren. (egen figur)

5. Slutsatser och slutdiskussion

Att finansieras genom en marknadsnotering är ett alternativ till att exempelvis skriva ett aktieavtal med en eller flera finansiärer. Som ett litet företag i behov av kapital kan det vara svårt att diktera eller ens påverka villkoren i ett aktieavtal. Hela eller delar av avtalet kan vara lite attraktivt om företaget växer och blir lönsamt. Då kan avtalet reglera och styra avkastningen till finansiärens fördel på ett sätt som en marknadsnotering undviker. Om alternativet till finansiering är ett banklån kan även detta vara förknippad med säkerhetsklausuler som är mindre attraktivt för ett icke marknadsnoterat företag. Alla finansieringsformer bör värderas upp mot varandra. På samma sätt framstår en notering på en marknadsplats, i detta fall hos AktieTorget, som ett attraktivt alternativ för företagen i denna studie.

Ett fokus för vår undersökning har varit små och mellanstora SMF företag. Mindre företag har ofta haft en undandömd roll bland marknadsnoterade företag. De större företagen i kraft av sina höga totala börsvärden har dominerat börsen. En del nyligen marknadsnoterade SMF företag har emellertid kunnat uppvisa en snabb ökning av aktievärdet och har på så sätt varit ett attraktivt investeringsobjekt. Mindre företag har därför fått ökad uppmärksamhet bland marknadsnoterade företag. SMF företag har dessutom många resonemang kring marknadsnoteringens betydelse och motivering gemensamt med de större börsnoterade företagen.

En vanligt förekommande föreställning om företags motiv för att låta sig börsnotera är att företaget endast vill attrahera kapital och sprida ägandet av företaget. Målet med marknadsnotering kan emellertid även vara att öka företagets tillväxt, möjliggöra uppköp av andra företag samt reducera volatiliteten i aktien och öka offentlig insyn i aktien är potentiella faktorer att beakta vid marknadsnotering. Vidare kan marknadsnotering bidra till att sprida och kommersialisera FoU och möjliggöra internationell expansion.

Andra motiv vi har undersökt är ökad marknadsexponering och förbättring av företagets varumärke. Det som gör denna undersökning intressant är att andra skäl än mer traditionella till marknadsnotering har framkommit. Det har visat sig att det att göra ett företag publikt genom en marknadsnotering fyller en viktig funktion i företags marknadsföring. I vissa fall

har detta varit huvudsyftet eller ett av de mer betydelsefulla syftena bakom marknadsnoteringen. Marknadsnotering är således inte endast en finansiell strategi, utan även ett viktigt marknadsföringsverktyg. Särskilt utgör bearbetning av marknadsrelationer och nätverk en viktig del av företags marknadsaktiviteter.

För att analysera och belysa just marknadsrelationer har vi anlagt ett nätverkssynsätt i den teoretiska delen av studien och i analyserna. Företag bygger nätverk för att öka sitt förtroende i omgivningen. I finansiella nätverk ingår olika former för äganderelationer. Finansiella nätverk kan vara båda formella och informella. De formella relationerna kan vara korsvis ägande, ömsesidig styrelserepresentation eller långsiktiga kund- och leverantörsrelationer. De informella finansiella nätverken består i mer personliga relationer och bekantskaper. Aktieägare är intressenter i företaget sida vid sida av kunder, anställda och samhället i övrigt. Att kunna följa ett företag och investera i företaget ger möjligheten att vara delaktig i företagets värdeskapande. I sin marknadsföring använder företag sina kontakter och relationer i olika nätverk. I samband med att aktiehandeln de senaste årtionden har ökat kraftigt i Sverige och i världen i övrigt har det ömsesidiga beroende mellan företag ökat. Företag omges av intressenter så som ägare, kunder, anställda, leverantörer medier, fordringsägare, stat och kommun. Dessa är företag beroende av och påverkar företaget. Det råder finansiell interdependens inom Sverige och även den globala ekonomin. Många av relationerna företag har till sin omgivning består av marknadsrelationer till kunder, långivare och leverantörer, men även till ägare på aktiemarknaden och anställda från arbetsmarknaden.

Att marknadsnoterade företag ser sin notering som ett sätt att förbättra sin marknadsföring är ett intressant och anmärkningsvärt resultat. Företag ingår naturligtvis i olika nätverk och har många relationer utanför och även inom företaget. Genom att förbättra sin position i dessa nätverk kan företag även förbättra sin marknadsposition. Det innebär status för företag att bli marknadsnoterat. Det skiljer i anseende mellan företag som är och företag som inte är marknadsnoterade. Det kan vara ett viktigt verktyg i varumärkesbyggandet att marknadsnotera sina aktier. Finansiella nätverk består av relationer och band mellan olika aktörer. Dessa relationer stärks av att företagets aktier handlas publikt. Det skapar förtroende och goodwill till företaget och dess verksamheter.

En väl fungerande aktiemarknad kan även förknippas med att skapa ökad samhällsnytta. Aktiemarknaden allokerar resurser på kort och lång sikt. Särskilt på lång sikt avspeglar värdeutvecklingen på en aktie det eko-

nomiska värdeskapandet inom ett företag. Handel med aktier innebär att resurser allokeras till de företag som skapar högre relativa ekonomiska värden exempelvis mätt i form av avkastning på kapital. En väl fungerande aktiehandel fördelar med andra ord resurser från mindre effektiva företag till mer effektiva företag. Tillgång till kapital för utveckling av företag främjar dessutom entreprenörskap och innovationer. Genom att kapital strömmar till innovativa företag med affärsidéer som investerare har tilltro till skapas tillväxt och samhällsekonomisk lönsamhet.

Avslutningsvis kan man slå fast att denna studie öppnar möjligheter för framtida forskning. En viktig fortsättning av denna analys av motiv för marknadsnotering bör ta fasta på noteringens roll för företags relationer till intressenter i omgivningen. En vetenskaplig artikel kan fokusera på marknadsnoteringen i främjande av viktiga nätverksrelationer och ömsesidiga beroenden. Att se det publika handlandet av aktier som ett marknadsfrämjande öppnar för nya perspektiv på aktiehandel som är väl värda att studera.

6. Epilog

Enligt vårt synsätt är notering av små och medelstora företag (SMF) att betrakta som en riskkapitalform, ett finansiellt verktyg för att kapitalisera och utveckla företaget, här benämnt risk-kapitalformen Notering av SMF. Andra riskkapitalformer kan vara en ägarspridning till ett antal delägare utan samtidig notering, riskkapital via en affärsängel eller ett venture Capital-företag.

I denna epilog sammanfattas några av studiens intryck, och utifrån intrycken förslag till fortsatt forskning.

Venture Capital kontra riskkapitalformen Notering av för SMF

Studien utvisar enligt vår mening för de i studien ingående SMF följande fördelar med notering av ett SMF framför en ägarspridning riktad till Venture Capital-företag:

- Bibehållen ägarkontroll

Ett ägaravtal behöver inte upprättas med investerarna, vilket är fallet med ett Venture Capital-företag. Genom ägaravtalet kan ett Venture Capital-företag trots en minoritetspost i ägandet av ett företag genom ägaravtalets utformning utöva ett väsentligt inflytande över det aktuella företaget. En kapitalisering via notering medger en kapitalisering utan att ägaravtal upprättas.

- Marknadsföring och legitimitet

Gentemot kunder, medarbetare med flera intressenter medför notering en legitimitet i det att företaget kontinuerligt är genomlyst genom rapporter mm. Att vara noterad kan ur detta perspektiv betraktas som en del av företagets marknadsföring och marknadspositionering.

- Betalning av företagsköp med riktad nyemission

Genom notering erhålls möjlighet att betala ett förvärv helt eller delvis med en riktad nyemission av noterade aktier. Detta skapar utökade förvärvsmöjligheter samtidigt som beroendet av andra finansiärer såsom exempelvis behovet av finansiering via bank minskar.

- Fortsatt kapitalisering

Möjlighet ges till fortsatt kapitalisering via nyemissioner riktade till aktiemarknaden med bibehållen ägarkontroll genom att vända sig till aktiemarknaden. Därmed kan företaget dels expandera med riskkapital med bibehållen ägarkontroll, dels minska beroendet av andra finansiärer såsom behovet av finansiering via bank i företags finansiella utveckling.

- Exit

Det finns en reglerad form för exit, med en prissättning som sätts av aktiemarknaden. Genom denna exitmöjlighet finns under normala förhållanden möjlighet till avyttring av aktieinnehav i ett företag, liksom möjligheter till aktieförvärv via aktiemarknaden.

- Tillväxt för noterade SMF

I studien har ett antal noterade SMF valts ut utifrån kriterier som tidigare redogjorts för i studien. Somliga av dessa företag kan påvisa en mycket god tillväxt, såsom AQ-Group och Bahnhof. Storytel har även så en påtaglig tillväxt, men denna har delvis skett innan företaget noterades.

En fråga som inte går att besvara är om nämnda företag hade kunnat expandera utan att vara noterade. Vad som däremot kan konstateras är att urvalet av SMF har ett fokus mot tillväxt. Ett företag som ska noteras går igenom ett antal steg i noteringsprocessen innan noteringen är genomförd, såsom acceptans hos en marknadsplats där företaget kan noteras, och att företaget kan attrahera kapital på aktiemarknaden. I noteringsprocessen och den genomlysning som sker av SMF analyseras bland annat just företagets tillväxtfokus.

En hypotes är att noterade SMF uppvisar en högre tillväxt i termer av omsättning och därmed värdering, än motsvarande SMF som inte är noterade, och att noteringen är en tillväxtgenerator. Med det avses att noteringen genom samverkan av olika specifika faktorer såsom exempelvis möjlighet till ytterligare kapitalisering via aktiemarknaden, bibehållen ägar-

kontroll, möjlighet till förvärv av företag genom riktade nyemissioner av noterade aktier sammantaget skapar en grund för tillväxt och expansion.

Samhällsnytta av riskkapitalformen Notering av SMF

Samhällsnytta har skapats av de i studien ingående företagen, vilket tidigare berörts i studien. De i studien ingående SME-företagen har erhållit riskkapital från aktiemarknaden utöver de ursprungliga ägarnas finansiella medverkan. Studien visar sålunda på en effektivisering och därmed samhällsnytta med riskkapitalformen Notering av SME-företag, åtminstone för de i studien ingående noterade SME-företag.

Noterade SME-företag kontra större noterade företag

Föreliggande studie berör noterade SME-företag, och studiens diskussioner och analyser tar sin utgångspunkt i detta. Finns det skillnader i exempelvis motiv till notering mellan ett SME-företag och ett större företag såsom skillnader i företagets tillväxt avseende exempelvis omsättning och värdeökning?

Riskkapitalformen Notering av SME-företag – svenska kontra internationella förhållanden

Föreliggande studie har inte berört internationella förhållanden avseende notering av SME-företag.

Förslag till uppföljande studier

Vid en jämförelse mellan noterade SMF-företag generellt, dvs. utöver de SME-företag som ingår i den nu föreliggande studien, och SMF-företag finansierade med Venture Capital-företag som delägare, vilka aspekter anser ägarna och företagsledningen kan föreligga mellan å ena sidan att erhålla finansiering via en notering, å andra sidan via Venture Capital-företag.

Finns företagsverksamheter som är mer lämpade för strategier via notering respektive Venture Capital-företag?

Föreligger skillnader i tillväxt och ägarnas, företagsledningarnas, entreprenörernas upplevelser under expansionen mellan gruppen av noterade respektive inte noterade tillväxtinriktade SME-företag.

Vilken samhällsnytta skapas av noterade SME-företag? Ett upplägg skulle kunna vara att kvantifiera samhällsnyttan i en samhällskalkyl, för att

identifiera mätbara belopp. Detta skulle ske dels för de i denna studie ingående SME-företagen, men även generellt för noterade SME-företag. Samhällsnyttan skulle exempelvis kunna bestå i effektivisering av kapitalet samt spridningseffekter, exempelvis samverkan med högskola och universitet.

Eventuella skillnader avseende motiv till notering och tillväxt vore av värde att belysas, för att öka insikten och kunskapen om bland annat just motiv för en notering. I den studien borde då även andra riskkapitalformer belysas utifrån de i den då aktuella studiens frågeställningar.

Av intresse enligt vår mening vore en jämförelse mellan notering av SME-företag i Sverige och i andra länder. Vad skiljer sig exempelvis åt när det gäller takten i tillväxt och värdeökning? En annan frågeställning som är av intresse är frekvensen, dvs. hur många SME-företag i förhållande till en potentiell mängd SME-företag noteras exempelvis inom EU, i Asien och Nordamerika. I studien ingår ävenså att om möjligt belysa påverkansfaktorer vid valet av riskkapitalform generellt och valet av riskkapitalformen notering av SME-företag specifikt.

Referenser

- Achrol, R. S. (1997), Changes in the Theory of Interorganisational Relationships in Marketing: Towards a Network Paradigm, *Journal of Marketing*, 55, 4, 77–93.
- Achrol, R. S. & Kotler, P. (1999), Marketing in the Network Economy, *Journal of Marketing*, 63, 4, 146–163.
- Borg, E. A.; Vigerland, L. & Winroth K. (2016), Formal Ties in Financial Networks: Professional Clusters in Financial Services Marketing, *International Journal of Bank Marketing*, 34, 2, 260–275.
- Bornefalk, Anders, Kapital på krita? EN ESO-rapport om företagandets finansiering, Expertgruppen för studier i offentlig ekonomi, 2014:4.
- Campbell, J. Y. & Shiller, R. J. (1988a), Stock, prices, earnings, and expected dividends, *Journal of Finance*, 43, 661–676.
- Campbell, J. Y. & Shiller, R. J. (1988b), Valuation ratios and the long-run stock market outlook, *Journal of Portfolio Management*, 24, 11–26.
- Daunfeldt, S O., Elert, N. och Johansson, D. (2010) The Economic Contribution of HighGrowth Firms: Do Definitions Matter, Ratio working paper.
- Ibbotson, R. G. (1975), Price Performance of Common Stock New Issues, *Journal of Financial Economics*, vol. 2, 235–272.
- Elliott, M.; Golub, B. & Jackson, M. O. (2014); Financial Networks and Contagion, *American Economic Review*, 104, 10, 3115–3153.
- Fama, E. F. (1970), Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance*, 25, 2, 383–417.
- Gale, D. M. & Kariv, S. (2007), Financial Networks, *American Economic Review*, 97, 2, 99–103.
- Garmaise M. J. & Moskowitz T. J. (2003), Informal Financial Networks: Theory and Evidence, *Review of Financial Studies*, 16, 4, 1007–1040.
- Grandori, A. & Giuseppe S. (1995), Inter-firm Networks; Antecedents, Mechanisms and Forms, *Organization Studies*, 16, 2, 183–214.
- Henrekson, Magnus och Johansson, Dan (2010). Gazelles as Job Creators – A Survey and Interpretation of the Evidence. *Small Business Economics*, 35(2): 227–244.
- Håkansson, H. & Snehota, I. (2006), No Business is an Island: The Network Concept of Business Strategy, *Scandinavian Journal of Management*, 22, 256–270.

- Håkansson, H. & Ford D. (2002), How Should Companies Interact in Business Networks? *Journal of Business Research*, 55, 133–139.
- Johansson, Dan et al, Riskkapitalförsörjning i små och medelstora företaget - utbud eller efterfrågan? Svenskt Näringsliv, 2013.
- Lo, A. W. & Mac Kinlay, A. C., (1999), *A Non Random Walk Down Wall Street*, Princeton University Press, Princeton.
- Malkiel, B. G., (2005), Reflections on the Efficient Market Hypothesis: 30 Years Later, *Financial Review*, 40, 1–9
- Matsson, L. G. & Johanson J. (2004), Discovering Market Networks, *European Journal of Marketing*, 40, 3/4, 259–274.
- Möller, K. & Rajala A. (2007), Rise of Strategic Nets – New Model of Value Creation, *Industrial Marketing Management*, 36, 895–908.
- Ritter J. R. (1984), Signaling and the Valuation of Unseasoned New Issues: A Comment, *Journal of Finance*, vol. XXXIX, vol. 4, 1231–1237.
- Ritter J. R. (1998), Initial Public Offerings, *Contemporary Finance Digest*, vol. 2, nr. 1, 5–30.
- Ryen, A. (2004), Kvalitativ intervju: Från vetenskaps, Liber AB, Malmö.
- Schumpeter, Joseph A. (1934/[1911]). *The Theory of Economic Development*. New Brunswick and London: Transaction Publishers.
- Shiller, R. J., (2003), From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance, *Journal of Economic Perspectives*, 17, 1, 83–104.
- Teruel, M och G de Wit (2011), ”Determinants of High-Growth Firms. Why Have Some Countries More High-Growth Firms than Others?”, EIM Research Report H201107, Rotterdam.
- Wilkinson I. & Yong L. (2002), ON Cooperating Firms, Relations and Networks, *Journal of Business Research*, 55, 123.132.

Bilagor

Samtalsmall

1. Emissioner
2. Motiv till noteringen
3. Bank
4. Kunder
5. Leverantörer
6. Offentliga samarbetspartners
7. Rekrytering
8. Företagets expansion
9. Legitimitet
10. Riskkapital (version 2)

Utgångspunkt: cirka 60 minuter

Vad vill vi få ut av intervjun:

- I vilken mån har noteringen medfört att företaget expanderat snabbare?
- Företagets erfarenheter av noteringsprocessen och att vara noterad?
- Skulle företaget rekommendera andra företag att notera sig?

1. Emissioner

Hur många emissioner har gjorts i företaget; före och efter noteringen, vilka belopp?

Har noteringen underlättat att erhålla finansiering via emissioner? På vilket sätt?

2. Motiv till noteringen

Vilka var förväntningarna? Har de uppfyllts?

Vika är fördelarna med att vara noterad? Nackdelar?

Hur upplevdes noteringsprocessen? Positivt? Negativt? På vilket sätt?

Beskriv det viktigaste skälet för företaget att vilja noteras hos AktieTorget

Vilka av dessa skäl passar bäst på företagets motivation att noteras:

- Få tillgång till friskt kapital
- Sprida ägande av företaget
- En ökad marknadsexponering
- En viktig del i företagets marknadsföring
- En förbättring av företagets varumärke
- En oförmåga att ta större banklån
- Ett önskemål att uppnå långsiktig tillväxt
- Förbättra och utöka företagets affärsrelationer och nätverk
- Förstärka bevakningen av företagets aktier
- Reducera volatiliteten i den egna aktien
- Öka den publika insynen i den egna aktien
- En fördel vid uppköp av andra företag
- Möjligheten att erbjuda anställda egna listade aktier

Är det ett omvänt förvärv?

3. Bank och andra finansiärer

Vilken var bankfinansieringen före noteringen? Efter noteringen och fram tills nu?

Vilken var finansiering förenoteringen från andra än bank? Efter noteringen och fram tills nu?

Att vara noterad, har det underlättat att erhålla bankfinansiering/finansiärer från andra än bank?

Hur ser banken och andra finansiärer på att företaget är noterat?

4. Kunder

Hur uppfattar kunderna att företaget är noterat? Underlättar det att få nya kunder?

Bidrar att vara noterad till att det blir fler kunder till företaget?

5. Leverantörer

Hur uppfattar leverantörerna att företaget är noterat?

Underlättar det att få nya leverantörer? Ger noteringen bättre villkor?
Ser leverantörerna något värde i att ha ett noterat företag som kund?

6. Offentliga samarbetspartners

Vilka offentliga samarbetspartners har företaget?

På vilket sätt har att vara noterad att få till samarbete?

7. Rekrytering

Har det underlättat att rekryterat medarbetare genom att vara noterad?

Antal sysselsatta över tiden, fast och underkonsulter samt skapat arbete hos samarbetspartners och underleverantörer?

8. Företagets expansion

På vilket sätt har noteringen påverkat att företaget kunnat expandera snabbare? Finansiering, publicitet, kunder etc.

9. Legitimitet

Ger det ökad legitimitet för företaget att vara noterad? På vilket?

Stärker det företagets image?

Underlättar det att vara noterad att nå ut i media?

Underlättar det i marknadsföringen? På vilket sätt?

10. Riskkapital

Vilka fördelar har notering i kombination med ägarspridning i jämförelse med andra riskkapitalformer?

Vilka nackdelar har notering i kombination med ägarspridning i jämförelse med andra riskkapitalformer?

Skulle du rekommendera notering i kombination med ägarspridning till andra företag/företagare?

Hade företaget före noteringen erhållit riskkapital eller genomfört en ägarspridning?

Översikt över studiens företag

Företag och noteringsår	Affärsidé
AlphaHelix Molecular Diagnostics 2006	AlphaHelix affärsidé är att förse forsknings- och diagnostikmarknaden inom Life Science-området med snabba, känsliga och användarvänliga system för förstärkning och analys av genetiska molekyler. Koncernens distributionsverksamhet bidrar till att AlphaHelix tidigt kan uppfatta förändringar i marknaden.
AQ Group 2001	Att utveckla, tillverka och montera komponenter och system till krävande industrikunder. Att med vårt åtagande för <i>Total Kvalitet</i> göra våra kunder till långsiktiga samarbetspartners.
Bahnhof 2005	Bahnhof erbjuder internet- och telefonitjänster till privatpersoner och företag, samt är en ledande aktör inom hosting (serverdrift med totalansvar) och co-location i serverhallar. Vid grundandet 1994 var Bahnhof den första fristående ISP:n (Internet Service Provider) i Sverige. Bahnhofs erkänt kraftfulla stamnät ansluter direkt till de största europeiska internetknutpunkterna i Amsterdam, London och Paris.
Elverket 2001	Affärsidén för moderbolaget är att äga, driva och utveckla el- och fibernät. Affärsidén för dotterbolaget är att köpa och sälja el.
Eurocine Vaccines 2006	Eurocine Vaccines utvecklar nasala vacciner som fyller stora medicinska behov. Vaccinerna utvecklas till proof of concept (klinisk fas I/II) och licensieras sedan till partners för fortsatt utveckling och kommersialisering. Företagets patentskyddade adjuvansteknologi Endocine™, som är en viktig beståndsdel i de nasala vaccinerna, kan också utlicensieras till andra företag för utveckling inom särskilda indikationer. Företaget fokuserar på det nasala influensavaccinprojektet Immunose™ FLU, som har visat proof of concept i en klinisk studie och i en skyddsstudie i iller.
HomeMaid 2005	HomeMaid verksamhet syftar till att skapa bättre livskvalitet och förenkla vardagen för bolagets kunder. HomeMaid erbjuder kundanpassade lösningar som riktar sig till både privatpersoner och företag för alla typer av tjänster i hemmet, omsorg och kontorservice.

<p>Lovisagruvan 2007</p>	<p>Lovisagruvan driver en underjordsgruva, med höga halter zink och bly samt något silver, strax norr om Lindesberg i Bergslagen och är som delägare aktivt engagerade i att återstarta Stekenjokkgruvan, med koppar och zink samt en del ädelmetaller, nära Vilhelmina. Nu har bolaget även engagerat sig i att utveckla Pahtohavare som är en kopparfyndighet nära Kiruna.</p>
<p>Miris Holding 2006</p>	<p>Miris tillhandahåller instrument och kompletterande produkter för mjölkanalys, så att våra kunder kan leverera mjölk av hög kvalitet till barn och vuxna.</p>
<p>Storytel</p> <p>Den juridiska personen noterades 2005 och bedrev vid noteringstillfället annan verksamhet under annan firma.</p> <p>Storytel förvärvade 2015 det vid Aktietorget då noterade företaget Massolit genom ett omvänt förvärv.</p>	<p>Storytel-koncernen består av två delar, Streaming och Publishing. Inom affärsområdet Streaming erbjuds en abonnemangstjänst för ljudböcker och e-böcker under varumärket Storytel, i dagsläget i Sverige, Norge, Danmark, Finland, Holland och Polen. I affärsområdet Streaming ingår även ljudboksutgivning som bedrivs i ljudboksförlagen Storyside (Sverige) och Rubinstein Audio (Holland). Inom affärsområdet Publishing finns bokförlagen Norstedts och Massolit (Vuxen) och Rabén & Sjögren och B. Wahlströms (Barn & Ungdom).</p>
<p>Xtranet</p> <p>Den juridiska personen noterades 2005 och bedrev vid noteringstillfället annan verksamhet under annan firma.</p>	<p>Xtranet projekterar, bygger och underhåller strukturerade områdes-, access-, och fastighetsnät. Tjänster som tillhandahålls är bl.a.: - Projektering och installation av data-, och telekommunikationsnät, både trådlöst och trådbundet - Rådgivning vid upphandling och entreprenad - Drift och service av infrastruktur - Ekonomiska utredningar och analyser av infrastruktur - Konsulttjänster.</p>